

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ  
 ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΣΠΟΥΔΩΝ ΣΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ  
 ΚΑΙ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗ

ΑΥΞΗΣΕΙΣ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΕΙΣΗΓΜΕΝΩΝ ΣΤΟ Χ.Α.Α ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ  
 ΚΑΙ  
 ΕΠΙΔΡΑΔΗ ΣΤΗ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΚΗ ΤΙΜΗ ΤΗΣ ΜΕΤΟΧΗΣ

Διπλωματική Εργασία του Μεταπτυχιακού Φοιτητή  
**ΒΑΒΟΥΡΑΚΗ ΓΕΩΡΓΙΟΥ**

Για τις απαιτήσεις του Μεταπτυχιακού Προγράμματος Σπουδών στη  
 Χρηματοοικονομική και Τραπεζική Διοικητική

Υπεύθυνος : Λέκτορας Τσαγκαράκης Νικόλαος

Σεπτέμβριος 1999



ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ	
ΑΡ.ΕΙΣ.	40244
ΣΟΜΠ.	212444 22591
ΤΑΞΙΝ.	332. 642 ΒΑ
ΒΙΒΛΙΟΘΗΚΗ	

### ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ

Η εργασία αυτή εκπονήθηκε στα πλαίσια του Μεταπτυχιακού Προγράμματος στη Χρηματοοικονομική και Τραπεζική Διοικητική του Τμήματος Χρηματοοικονομικής και Τραπεζικής Διοικητικής του Πανεπιστημίου Πειραιώς.

Ευχαριστώ τον επιβλέποντα Καθηγητή Κο Τσαγκαράκη Νικόλαο για την πολύτιμη καθοδήγηση του τον Κο Τσιριτάκη Εμμανουήλ για τις χρήσιμες παρατηρήσεις του και τον Καθηγητή Κο Τραυλό Νικόλαο για τις βοήθειες που μου προσέφερε. Ευχαριστώ τους γονείς μου που μου συμπαραστάθηκαν καθώς και όλους εκείνους που συνετέλεσαν στο να έρθει εις πέρας αυτή η μελέτη.

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

1. ΕΙΣΑΓΩΓΗ	7
2. ΤΡΟΠΟΙ ΑΥΞΗΣΗΣ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ	9
2.1 Αύξηση μετοχικού κεφαλαίου με καταβολή μετρητών	10
2.1.1 Δημόσια Εγγραφή	10
2.1.2 Δικαιώματα Προτίμησης	11
2.2 Λογιστική αύξηση μετοχικού κεφαλαίου	13
2.2.1 Κεφαλαιοποίηση Αποθεματικών	14
2.2.2 Κεφαλαιοποίηση Χρεών	14
2.2.3 Κεφαλαιοποίηση Κερδών	15
2.2.4 Κεφαλαιοποίηση Υπεραξίας Παγίων Περιουσιακών	16
2.2.5 Έκδοση μετατρέψιμου ομολογιακού δανείου	17
2.2.6 Έκδοση νέων μετοχών λόγω συγχώνευσης εταιρειών	18
3. ΘΕΣΜΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ	18
3.1 Νόμος 2190/1920	18
3.2 Προεδρικό Διάταγμα 348/1985	23
3.3 Προεδρικό Διάταγμα 350/1985	23
3.4 Ερμηνευτική Εγκύκλιος Ν. 2993/1995	24
4. ΘΕΩΡΙΕΣ ΚΑΙ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΑ ΠΟΥ ΕΞΗΓΟΥΝ ΤΙΣ ΑΝΤΙΔΡΑΣΕΙΣ ΤΩΝ ΕΠΕΝΔΥΤΩΝ ΚΑΤΑ ΤΙΣ ΕΚΔΟΣΕΙΣ ΝΕΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ	24
4.1 ΘΕΩΡΙΕΣ ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΗΣ ΔΙΑΡΘΡΩΣΗΣ	24
4.1.1 Επίδραση Φορολογίας	25
4.1.2 Επίδραση Κόστους Πτώχευσης	25
4.1.3 Ασυμμετρία Πληροφοριών	26
4.1.4 Επίδραση Κόστους Αντιπροσώπευσης	27
4.1.5 Μεταβολή Μόχλευσης	28
4.2 ΘΕΩΡΙΕΣ ΔΙΑΝΟΜΗΣ ΔΩΡΕΑΝ ΜΕΤΟΧΩΝ	29

4.2.1 Πληροφοριακό Περιεχόμενο	29
4.2.2 Δημοσιότητα	29
5. ΕΜΠΕΙΡΙΚΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΠΡΟΗΓΟΥΜΕΝΩΝ ΜΕΛΕΤΩΝ	30
5.1 ΜΕΛΕΤΕΣ ΑΥΞΗΣΗΣ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΜΕ ΚΑΤΑΒΟΛΗ ΜΕΤΡΗΤΩΝ	30
5.1.1 Αύξηση με δημόσια εγγραφή	31
5.1.2 Αύξηση με δικαιώματα προτίμησης	32
5.2 ΜΕΛΕΤΕΣ ΑΥΞΗΣΗΣ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΜΕ ΔΙΑΝΟΜΗ ΔΩΡΕΑΝ ΜΕΤΟΧΩΝ	35
6. ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ ΚΑΙ ΠΕΡΙΓΡΑΦΗ ΤΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ	38
6.1 Μεθοδολογία	38
6.2 Περιγραφή του Δείγματος	40
6.3 Διαχωρισμός Δείγματος	40
6.3.1 Διαχωρισμός ανάλογα με το είδος της αύξησης	41
6.3.2 Διαχωρισμός Ανάλογα με την Κατηγορία	41
7. ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ	45
8. ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ	47
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Α ΠΙΝΑΚΕΣ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ	49
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Β ΠΙΝΑΚΕΣ ΔΕΙΓΜΑΤΩΝ	55
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Γ	68
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ	71

**ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ ΠΙΝΑΚΩΝ**

<b>ΠΙΝΑΚΑΣ 1:</b>	ΚΑΤΑΝΟΜΗ ΑΥΞΗΣΕΩΝ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΕΙΣΗΓΜΕΝΩΝ ΣΤΗΝ ΚΥΡΙΑ ΚΑΙ ΤΗΝ ΠΑΡΑΛΛΗΛΗ ΑΓΟΡΑ ΤΟΥ ΧΑΑ ΑΝΑΛΟΓΑ ΜΕ ΤΟΝ ΤΡΟΠΟ ΑΥΞΗΣΗΣ ΠΕΡΙΟΔΟΣ 1995-1998	41
<b>ΠΙΝΑΚΑΣ 2:</b>	ΣΗΜΑΝΤΙΚΕΣ ΗΜΕΡΟΜΗΝΙΕΣ (Η) ΚΑΤΑ ΤΗΝ ΑΥΞΗΣΗ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΑΠΟ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ ΕΙΣΗΓΜΕΝΕΣ ΣΤΟ Χ.Α.Α.	42
<b>ΠΙΝΑΚΑΣ 3:</b>	ΑΡΙΘΜΟΣ ΑΥΞΗΣΕΩΝ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΚΑΤΑ ΚΛΑΔΟ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΑΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΠΕΡΙΟΔΟΣ 1995 -1998	43
<b>ΠΙΝΑΚΑΣ 4:</b>	ΜΕΣΕΣ ΕΚΤΑΚΤΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΚΟΙΝΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ (ΕΑ), ΑΘΡΟΙΣΤΙΚΕΣ ΜΕΣΕΣ ΕΚΤΑΚΤΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ (ΑΕΑ) ΚΑΙ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΟΙ ΣΥΝΤΕΛΕΣΤΕΣ $t$ ( $t[ΕΑ]$ ) ΓΙΑ ΠΕΡΙΟΔΟ 10 ΗΜΕΡΩΝ ΠΡΙΝ ΚΑΙ ΜΕΤΑ ΤΗΝ ΗΜΕΡΟΜΗΝΙΑ ΑΝΑΚΟΙΝΩΣΗΣ ΑΥΞΗΣΗΣ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΜΕ ΚΑΤΑΒΟΛΗ ΜΑΤΡΗΤΩΝ ΚΑΙ ΔΙΚΑΙΩΜΑ ΠΡΟΤΙΜΗΣΗΣ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΕΙΣΗΓΜΕΝΩΝ ΣΤΟ Χ.Α.Α ΜΕΓΕΘΟΣ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ=86 ΠΕΡΙΟΔΟΣ 1995 – 1998	48
<b>ΠΙΝΑΚΑΣ 5:</b>	ΜΕΣΕΣ ΕΚΤΑΚΤΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΚΟΙΝΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ (ΕΑ), ΑΘΡΟΙΣΤΙΚΕΣ ΜΕΣΕΣ ΕΚΤΑΚΤΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ (ΑΕΑ) ΚΑΙ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΟΙ ΣΥΝΤΕΛΕΣΤΕΣ $t$ ( $t[ΕΑ]$ ) ΓΙΑ ΠΕΡΙΟΔΟ 10 ΗΜΕΡΩΝ ΠΡΙΝ ΚΑΙ ΜΕΤΑ ΤΗΝ ΗΜΕΡΟΜΗΝΙΑ ΑΝΑΚΟΙΝΩΣΗΣ ΑΥΞΗΣΗΣ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΜΕ ΔΙΑΝΟΜΗ ΔΩΡΕΑΝ ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΕΙΣΗΓΜΕΝΩΝ ΣΤΟ Χ.Α.Α ΜΕΓΕΘΟΣ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ=89 ΠΕΡΙΟΔΟΣ 1995 – 1998	49
<b>ΠΙΝΑΚΑΣ 6:</b>	ΜΕΣΕΣ ΕΚΤΑΚΤΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΚΟΙΝΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ (ΕΑ), ΑΘΡΟΙΣΤΙΚΕΣ ΜΕΣΕΣ ΕΚΤΑΚΤΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ (ΑΕΑ) ΚΑΙ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΟΙ ΣΥΝΤΕΛΕΣΤΕΣ $t$ ( $t[ΕΑ]$ ) ΓΙΑ ΠΕΡΙΟΔΟ 10 ΗΜΕΡΩΝ ΠΡΙΝ ΚΑΙ ΜΕΤΑ ΤΗΝ ΗΜΕΡΟΜΗΝΙΑ ΑΝΑΚΟΙΝΩΣΗΣ ΑΥΞΗΣΗΣ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΜΕ ΚΑΤΑΒΟΛΗ ΜΜΕΤΡΗΤΩΝ ΚΑΙ ΔΙΚΑΙΩΜΑ ΠΡΟΤΙΜΗΣΗΣ ΚΑΙ ΤΑΥΤΟΧΡΟΝΗ ΔΙΑΝΟΜΗ ΔΩΡΕΑΝ ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΕΙΣΗΓΜΕΝΩΝ ΣΤΟ Χ.Α.Α ΜΕΓΕΘΟΣ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ=24 ΠΕΡΙΟΔΟΣ 1995 – 1998	50

- ΠΙΝΑΚΑΣ 7:** ΜΕΣΕΣ ΕΚΤΑΚΤΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΚΟΙΝΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ (ΕΑ), ΑΘΡΟΙΣΤΙΚΕΣ ΜΕΣΕΣ ΕΚΤΑΚΤΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ (ΑΕΑ) ΚΑΙ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΟΙ ΣΥΝΤΕΛΕΣΤΕΣ  $t$  ( $t[ΕΑ]$ ) ΓΙΑ ΠΕΡΙΟΔΟ 10 ΗΜΕΡΩΝ ΠΡΙΝ ΚΑΙ ΜΕΤΑ ΤΗΝ ΗΜΕΡΟΜΗΝΙΑ ΑΝΑΚΟΙΝΩΣΗΣ ΑΥΞΗΣΗΣ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΜΕ ΔΙΑΝΟΜΗ ΔΩΡΕΑΝ ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΕΙΣΗΓΜΕΝΩΝ ΣΤΟ Χ.Α.Α ΜΕΓΕΘΟΣ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ=25 ΠΕΡΙΟΔΟΣ 1995 – 1998 51
- ΠΙΝΑΚΑΣ 8:** ΜΕΣΕΣ ΕΚΤΑΚΤΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΚΟΙΝΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ (ΕΑ), ΑΘΡΟΙΣΤΙΚΕΣ ΜΕΣΕΣ ΕΚΤΑΚΤΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ (ΑΕΑ) ΚΑΙ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΟΙ ΣΥΝΤΕΛΕΣΤΕΣ  $t$  ( $t[ΕΑ]$ ) ΓΙΑ ΠΕΡΙΟΔΟ 10 ΗΜΕΡΩΝ ΠΡΙΝ ΚΑΙ ΜΕΤΑ ΤΗΝ ΗΜΕΡΟΜΗΝΙΑ ΑΝΑΚΟΙΝΩΣΗΣ ΑΥΞΗΣΗΣ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ (ΣΥΝΟΛΙΚΟ ΔΕΙΓΜΑ) ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΕΙΣΗΓΜΕΝΩΝ ΣΤΗΝ ΚΥΡΙΑ ΚΑΙ ΤΗΝ ΠΑΡΑΛΛΗΛΗ ΑΓΟΡΑ ΤΟΥ Χ.Α.Α ΜΕΓΕΘΟΣ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ=209 ΠΕΡΙΟΔΟΣ 1995 – 1998 52
- ΠΙΝΑΚΑΣ 9:** ΜΕΣΕΣ ΕΚΤΑΚΤΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΚΟΙΝΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ (ΕΑ), ΑΘΡΟΙΣΤΙΚΕΣ ΜΕΣΕΣ ΕΚΤΑΚΤΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ (ΑΕΑ) ΚΑΙ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΟΙ ΣΥΝΤΕΛΕΣΤΕΣ  $t$  ( $t[ΕΑ]$ ) ΓΙΑ ΠΕΡΙΟΔΟ 10 ΗΜΕΡΩΝ ΠΡΙΝ ΚΑΙ ΜΕΤΑ ΑΠΟ ΜΙΑ ΤΥΧΑΙΑ ΗΜΕΡΟΜΗΝΙΑ ΕΝΟΣ ΤΥΧΑΙΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΕΙΣΗΓΜΕΝΩΝ ΣΤΗΝ ΚΥΡΙΑ ΑΓΟΡΑ ΤΟΥ Χ.Α.Α ΜΕΓΕΘΟΣ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ=27 ΠΕΡΙΟΔΟΣ 1995 – 1998 53
- ΠΙΝΑΚΑΣ 10:** ΑΥΞΗΣΕΙΣ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΜΕ ΚΑΤΑΒΟΛΗ ΜΕΤΡΗΤΩΝ ΚΑΙ ΤΑΥΤΟΧΡΟΝΗ ΔΙΑΝΟΜΗ ΔΩΡΕΑΝ ΜΕΤΟΧΩΝ ΚΑΤΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΠΕΡΙΟΔΟΣ 1995-1998 55
- ΠΙΝΑΚΑΣ 11:** ΑΥΞΗΣΕΙΣ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΜΕ ΚΑΤΑΒΟΛΗ ΜΕΤΡΗΤΩΝ ΚΑΤΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΠΕΡΙΟΔΟΣ 1995 56
- ΠΙΝΑΚΑΣ 12:** ΑΥΞΗΣΕΙΣ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΜΕ ΚΑΤΑΒΟΛΗ ΜΕΤΡΗΤΩΝ ΚΑΤΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΠΕΡΙΟΔΟΣ 1996 57
- ΠΙΝΑΚΑΣ 13:** ΑΥΞΗΣΕΙΣ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΜΕ ΚΑΤΑΒΟΛΗ ΜΕΤΡΗΤΩΝ ΚΑΤΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΠΕΡΙΟΔΟΣ 1997 58
- ΠΙΝΑΚΑΣ 14:** ΑΥΞΗΣΕΙΣ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΜΕ ΚΑΤΑΒΟΛΗ ΜΕΤΡΗΤΩΝ ΚΑΤΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΠΕΡΙΟΔΟΣ 1998 59
- ΠΙΝΑΚΑΣ 15:** ΑΥΞΗΣΕΙΣ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΜΕ ΔΙΑΝΟΜΗ ΔΩΡΕΑΝ ΜΕΤΟΧΩΝ ΚΑΤΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΠΕΡΙΟΔΟΣ 1995 60

<b>ΠΙΝΑΚΑΣ 16:</b>	ΑΥΞΗΣΕΙΣ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΜΕ ΔΙΑΝΟΜΗ ΔΩΡΕΑΝ ΜΕΤΟΧΩΝ ΚΑΤΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΠΕΡΙΟΔΟΣ 1996	61
<b>ΠΙΝΑΚΑΣ 17:</b>	ΑΥΞΗΣΕΙΣ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΜΕ ΔΙΑΝΟΜΗ ΔΩΡΕΑΝ ΜΕΤΟΧΩΝ ΚΑΤΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΚΑΤΑ ΤΟ ΕΤΟΣ 1997	62
<b>ΠΙΝΑΚΑΣ 18:</b>	ΑΥΞΗΣΕΙΣ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΜΕ ΔΙΑΝΟΜΗ ΔΩΡΕΑΝ ΜΕΤΟΧΩΝ ΚΑΤΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΠΕΡΙΟΔΟΣ 1998	63
<b>ΠΙΝΑΚΑΣ 19:</b>	ΑΥΞΗΣΕΙΣ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΕΙΣΗΓΜΕΝΩΝ ΣΤΗΝ ΠΑΡΑΛΛΗΛΗ ΑΓΟΡΑ ΤΟΥ Χ.Α.Α ΜΕ ΔΙΑΝΟΜΗ ΔΩΡΕΑΝ ΜΕΤΟΧΩΝ ΚΑΤΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΠΕΡΙΟΔΟΣ 1995 – 1998	64
<b>ΠΙΝΑΚΑΣ 20:</b>	ΣΥΝΤΕΛΕΣΤΕΣ ΑΝΑΠΡΟΣΑΡΜΟΓΗΣ ΑΞΙΑΣ ΓΗΠΕΔΩΝ ΚΑΙ ΚΤΙΡΙΩΝ ΚΑΙ ΣΥΝΤΕΛΕΣΤΕΣ ΦΟΡΟΛΟΓΗΣΗΣ ΥΠΕΡΑΞΙΑΣ ΚΑΤΑ ΤΟΥΣ ΝΟΜΟΥΣ ΑΝΑΠΡΟΣΑΡΜΟΓΗΣ ΠΟΥ ΕΚΔΟΘΗΚΑΝ ΑΠΟ ΤΟ 1970 ΜΕΧΡΙ ΣΗΜΕΡΑ	67

## 1. ΕΙΣΑΓΩΓΗ

---

Οι επιχειρήσεις χρειάζονται συχνά νέα κεφάλαια, είτε για τη ρύθμιση των υποχρεώσεων τους είτε για τη χρηματοδότηση των επενδυτικών τους προγραμμάτων. Τα κεφάλαια αυτά μπορούν να προέλθουν είτε από δανεισμό είτε από αύξηση του μετοχικού τους κεφαλαίου.

Η επιλογή του τρόπου χρηματοδότησης αποτελεί μια πολύ σημαντική απόφαση για την πορεία της εταιρείας καθώς επηρεάζει την κεφαλαιακή της διάρθρωση. Στην πράξη οι περισσότερες εταιρείες χρησιμοποιούν και τις δυο μεθόδους χρηματοδότησης ενώ ένα από τα πιο σημαντικά προβλήματα των οικονομικών διευθυντών είναι να εντοπίσουν το βέλτιστο επίπεδο δανεισμού. Οι Modigliani and Miller [1958] δημιούργησαν ένα θεωρητικό μοντέλο που υπολογίζει την αξία της επιχείρησης ανάλογα με το ύψος των δανειακών κεφαλαίων.

Η άντληση κεφαλαίων μέσω δανεισμού δίνει την δυνατότητα σε μια επιχείρηση να συγκεντρώσει άμεσα τα κεφάλαια που χρειάζεται αλλά παράλληλα αυξάνει τον επιχειρηματικό της κίνδυνο, ο οποίος πηγάζει από την πιθανότητα να μην είναι σε θέση η εταιρεία να αποπληρώσει τους τόκους των δανείων. Γι αυτό το λόγο μια εταιρεία δεν μπορεί να βασιστεί αποκλειστικά στο δανεισμό σαν μέσο άντλησης κεφαλαίων.

Αν η επιχείρηση επιλέξει να αντλήσει τα απαραίτητα κεφάλαια με αύξηση μετοχικού κεφαλαίου, τότε είτε θα βασιστεί σε εσωτερικά κεφάλαια (αδιανέμητα κέρδη) είτε θα εκδώσει νέες μετοχές οι οποίες θα αγοραστούν από το επενδυτικό κοινό σε μία συγκεκριμένη τιμή. Η έκδοση νέων μετοχών δημιουργεί κάποια πρόσθετα έξοδα στην επιχείρηση (έξοδα αναδόχων, έκδοση ενημερωτικού φυλλαδίου) και γι αυτό το λόγο προτιμάται από τις επιχειρήσεις όταν τα κεφάλαια που πρόκειται να αντληθούν είναι μεγάλα.

Η απόφαση μια εταιρείας εισηγμένης στο ελληνικό Χρηματιστήριο να προβεί σε αύξηση μετοχικού κεφαλαίου αλλάζει την κεφαλαιακή της διάρθρωση και αποτελεί σημαντικό σταθμό στην πορεία της. Αρκετές μελέτες στον παρελθόν έχουν ασχοληθεί με το αν η απόφαση αυτή επηρεάζει τον πλούτο των μετόχων. Οι



περισσότερες από αυτές ερευνούν την αύξηση μετοχικού κεφαλαίου με δημόσια εγγραφή και καταλήγουν ότι αυτή οδηγεί σε μείωση της τιμής της μετοχής. Με τις αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου με δικαιώματα προτίμησης έχουν ασχοληθεί λίγες μελέτες καθώς η μέθοδος αυτή χρησιμοποιείται σπάνια στις μεγάλες κεφαλαιαγορές του εξωτερικού ενώ τα αποτελέσματα τους δεν καταλήγουν στο ίδιο αποτέλεσμα. Ένας μεγάλος αριθμός μελετών έχει ασχοληθεί στο παρελθόν με τις διανομές δωρεάν μετοχών, τα αποτελέσματα των οποίων καταγράφουν σημαντικές αυξήσεις στις τιμές των μετοχών που διαφέρουν όμως σημαντικά από χώρα σε χώρα. Τα αποτελέσματα των παραπάνω εργασιών εμφανίζουν σημαντικές διαφορές καθιστώντας απαραίτητη τη συνέχιση της έρευνας.

Αντικείμενο της παρούσας μελέτης είναι οι διαδικασίες οι οποίες εκτελούνται κατά την αύξηση τού μετοχικού κεφαλαίου μιας εταιρείας και η μεταβολή της χρηματιστηριακής τιμής της μετοχής της εταιρείας μετά την ανακοίνωση στον τύπο της πρόσκλησης των μετόχων στη γενική συνέλευση με θέμα την αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου. Σκοπός μας είναι η λεπτομερής εμπειρική ανάλυση των έκτακτων ημερήσιων αποδόσεων των μετοχών γύρω από την ημερομηνία της ανακοίνωσης. Εξετάζονται τόσο οι αυξήσεις με καταβολή μετρητών με δικαιώματα προτίμησης όσο και αυξήσεις με διανομή δωρεάν μετοχών.

Στο κεφάλαιο 2 που ακολουθεί μελετώνται οι διάφορες μορφές αύξησης μετοχικού κεφαλαίου καθώς και οι διαδικασίες που εκτελούνται σε κάθε περίπτωση. Στο κεφάλαιο 3 γίνεται μια αναφορά στις βασικές αρχές του θεσμικού πλαισίου της ελληνικής κεφαλαιαγοράς και στον ρόλο που μπορεί να παίξει στις αποφάσεις των εταιρειών.

Στο κεφάλαιο 4 θα ασχοληθούμε με τις θεωρίες που έχουν δημοσιευθεί κατά το παρελθόν και προσπαθούν να εξηγήσουν τις αντιδράσεις των επενδυτών κατά τις ανακοινώσεις αύξησης μετοχικού κεφαλαίου τόσο με καταβολή μετρητών όσο και με διανομή δωρεάν μετοχών. Στο κεφάλαιο 5 ακολουθεί μια ανασκόπηση της διεθνούς βιβλιογραφίας σχετικά με την επίδραση που έχουν οι εκδόσεις νέων μετοχών στην χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής.

Στο κεφάλαιο 6 αναλύεται η μεθοδολογία που ακολουθήθηκε και γίνεται η περιγραφή και ο διαχωρισμός του δείγματος. Υπολογίζονται η έκτακτες αποδόσεις (abnormal returns) των μετοχών για δέκα ημέρες πριν και δέκα ημέρες μετά την δημοσίευση στον τύπο της πρόσκλησης των μετόχων σε Γ.Σ. με θέμα την αύξηση

μετοχικού κεφαλαίου και επεξεργάζονται με τη μέθοδο της «ανάλυσης επιχειρηματικών γεγονότων».

Το δείγμα διαχωρίζεται σε επί μέρους δείγματα ανάλογα με το είδος της αύξησης και τον κλάδο της εταιρείας. Με τον τρόπο αυτό απομονώνεται την πληροφορία που μας ενδιαφέρει και αυξάνεται η σημαντικότητα των αποτελεσμάτων.

Τα αποτελέσματα της έρευνας συγκρίνονται με άλλα προηγούμενων μελετών σε αγορές του εξωτερικού αλλά και στην ελληνική χρηματιστηριακή αγορά. Παράλληλα ελέγχεται η ισχύς των θεωριών που διέπουν τις αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου ενώ γίνεται προσπάθεια για τον εντοπισμό των συνθηκών που τις διαφοροποιούν.

## 2. ΤΡΟΠΟΙ ΑΥΞΗΣΗΣ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ

---

Το μετοχικό κεφάλαιο μιας εταιρείας ορίζεται ως το γινόμενο του αριθμού των μετοχών που έχει εκδώσει η εταιρεία επί την ονομαστική αξία της κάθε μετοχής.

$$\text{Μετοχικό Κεφάλαιο} = \text{Αριθμός Μετοχών} \times \text{Ονομαστική αξία Μετοχής}$$

Άρα το μετοχικό κεφάλαιο θα αυξηθεί αν αυξηθεί ο αριθμός των μετοχών της εταιρείας ή αν αυξηθεί η ονομαστική αξία της κάθε μετοχής ή αν αυξηθούν και τα δυο.

Ανάλογα με το αν πραγματοποιούνται χρηματικές εισροές προς το ταμείο της εταιρείας, οι αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου διακρίνονται σε δύο κατηγορίες: *Αυξήσεις Μετοχικού κεφαλαίου με καταβολή μετρητών* και *Λογιστικές Αυξήσεις Μετοχικού κεφαλαίου*. Στις αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου με καταβολή μετρητών τα νέα κεφάλαια προέρχονται από πωλήσεις μετοχών της εταιρείας ενώ στις λογιστικές αυξήσεις πραγματοποιείται μια εσωτερική μεταφορά κεφαλαίων μεταξύ των λογιστικών λογαριασμών της εταιρείας.

## 2.1 Αύξηση μετοχικού κεφαλαίου με καταβολή μετρητών.

Μια εταιρεία μπορεί να αυξήσει το μετοχικό της κεφάλαιο εκδίδοντας νέες μετοχές οι οποίες θα διανεμηθούν στους μετόχους έναντι μετρητών. Σε αυτήν την περίπτωση συντελείται πραγματική αύξηση με την έννοια ότι το σύνολο των κεφαλαίων της εταιρείας αυξάνεται.

Αύξηση με καταβολή μετρητών θα κάνουν όσες εταιρείες ενδιαφέρονται να αντλήσουν κεφάλαια από το επενδυτικό κοινό για χρηματοδότηση επενδυτικών τους σχεδίων, για κεφάλαια κίνησης για εξόφληση χρεών ή για την εισαγωγή τους στο Χρηματιστήριο.

Οι αυξήσεις κεφαλαίου με καταβολή μετρητών διακρίνονται σε δύο είδη: *Αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου με δημόσια εγγραφή* και *Αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου με δικαίωμα προτίμησης*.

### 2.1.1 Δημόσια Εγγραφή

Κατά την αύξηση μετοχικού κεφαλαίου με καταβολή μετρητών μέσω δημόσιας εγγραφής, δικαίωμα αγοράς μετοχών έχει όλο το επενδυτικό κοινό ανεξαρτήτως αν ήταν παλαιοί μέτοχοι ή όχι.

Σύμφωνα με το Ν. 2190/1920 τις αυξήσεις κεφαλαίου με δημόσια εγγραφή τις αναλαμβάνει μια Τράπεζα ή μια χρηματιστηριακή εταιρεία εκτελώντας χρέη αναδόχου (underwriter). Ο ανάδοχος αναλαμβάνει να συμβουλέψει την εταιρεία πάνω στην νομική και τεχνική διαδικασία και εκτελεί τη μελέτη που θα καθορίσει την τιμή στην οποία θα διατεθούν οι νέες μετοχές. Αναλαμβάνει επίσης τον κίνδυνο να μην πουληθούν όλες οι νέες μετοχές πράγμα που θα συμβεί αν η τιμή διάθεσης θεωρηθεί από το επενδυτικό κοινό ότι είναι υψηλή.

Η αύξηση με δημόσια εγγραφή είναι σύμφωνα με το νόμο 2190/1920 υποχρεωτική κατά την εισαγωγή εταιρειών στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών καθώς και στην μετάταξη εταιρειών από την παράλληλη στην κύρια αγορά.

Η επιτυχία της εισαγωγής εξαρτάται σε μεγάλο βαθμό από τον καθορισμό της τιμής εισαγωγής σε επίπεδο που να αντιπροσωπεύει την εσωτερική αξία της μετοχής. Ο καθορισμός αυτής της τιμής δεν είναι εύκολος και συνεπάγεται σοβαρούς κινδύνους τόσο για τους αρχικούς ιδιοκτήτες- μετόχους, όσο και για τους νέους επενδυτές που αγοράζουν

τους νεοεισαγόμενους τίτλους. Σε περίπτωση υπερτίμησης της μετοχής σε σχέση με την πραγματική της αξία, οι μετοχές ή δεν θα διατεθούν καθόλου ή αν διατεθούν δημιουργούν μετακύλιση πλούτου από τους νέους μετόχους στους παλαιούς. Σε περίπτωση υποτίμησης της μετοχής σε σχέση με την πραγματική της αξία προκύπτει μετακύλιση πλούτου από τους παλαιούς στους νέους μετόχους.

Η διάρκεια της περιόδου εγγραφών έχει καθοριστεί από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς μεταξύ 3 – 4 ημερών, ανάλογα με το αν η αίτηση εισαγωγής γίνεται στην Παράλληλη ή στην Κύρια Αγορά. Για να αυξήσουν τις πιθανότητες συμμετοχής στην έκδοση, πολλοί επενδυτές υποβάλλουν δηλώσεις εγγραφής για πολλαπλάσια ποσότητα μετοχών από εκείνη που θα ήθελαν να αγοράσουν, προκαλώντας υπερκάλυψη της έκδοσης.

Οι νέες μετοχές ξεκινούν να διαπραγματεύονται στη Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών περίπου ένα μήνα μετά το πέρας της δημόσιας εγγραφής. Στην περίπτωση που η προσφορά αποτύχει, οι ανάδοχοι είναι υποχρεωμένοι να αγοράσουν το τμήμα της έκδοσης που έμεινε αδιάθετο καταβάλλοντας στον εκδότη την αξία των μετοχών, υπολογισμένη στην τιμή εισαγωγής.

### 2.1.2 Δικαιώματα Προτίμησης

Στην αύξηση μετοχικού κεφαλαίου με δικαιώματα προτίμησης δικαίωμα συμμετοχής έχουν μόνο οι παλαιοί μέτοχοι. Παλαιοί μέτοχοι θεωρούνται όσοι κατείχαν μετοχές της εταιρείας σε μια συγκεκριμένη ημερομηνία, η οποία ονομάζεται *ημερομηνία αποκοπής*. Ο αριθμός των μετοχών που θα διατεθούν σε κάθε μέτοχο είναι ανάλογος του αριθμού των μετοχών που αυτός κατείχε κατά την ημερομηνία αποκοπής.

Μετά την ημερομηνία αποκοπής κάθε παλαιός μέτοχος κατέχει τόσα δικαιώματα προτίμησης όσες είναι και οι παλαιές μετοχές που κατείχε. Τα δικαιώματα αυτά μπορεί να τα εξασκήσει (αγορά νέων μετοχών) από την ημερομηνία έναρξης μέχρι και την ημερομηνία κατάργησης τους.

Η μη κάλυψη της αύξησης μπορεί να ερμηνευτεί από την αγορά σαν έλλειψη εμπιστοσύνης των παλαιών μετόχων στη μελλοντική πορεία της εταιρείας, γεγονός που θα επηρεάσει αρνητικά την εικόνα της και κατά συνέπεια τη χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής.

Η τιμή στην οποία θα διατίθενται οι νέες μετοχές στους παλαιούς μετόχους, είναι συνήθως αρκετά μικρότερη της τρέχουσας χρηματιστηριακής τιμής της μετοχής αλλά σύμφωνα με το Ν. 2190/1920 δεν μπορεί να είναι μικρότερη από την ονομαστική αξία των μετοχών της εταιρείας. Αυτό συμβαίνει για να διασφαλιστεί η πλήρης άσκηση των δικαιωμάτων προτίμησης από τους παλαιούς μετόχους αφού αυτοί δεν πρόκειται να συμμετάσχουν στην αύξηση εάν έχουν τη δυνατότητα να αγοράσουν μετοχές της εταιρείας στην ίδια τιμή μέσω χρηματιστηρίου. Παράγοντες που πρέπει να ληφθούν υπόψιν για τον καθορισμό της τιμής έκδοσης είναι:

□ *Η χρηματιστηριακή συγκυρία.* Όσο πιο αρνητική είναι η χρηματιστηριακή συγκυρία, τόσο μικρότερη της τρέχουσας χρηματιστηριακής τιμής πρέπει να είναι η τιμή έκδοσης.

□ *Η διασπορά των μετοχών.* Όσο μεγαλύτερη είναι η διασπορά των μετοχών της εταιρείας, τόσο μικρότερο είναι το ποσό που πρέπει να καταβληθεί κατά μέσο όρο από κάθε μέτοχο και άρα είναι πιο εύκολη η άντληση κεφαλαίων από την εταιρεία.

Κατά την ημερομηνία αποκοπής του δικαιώματος αφαιρείται από την τιμή της μετοχής η τιμή του δικαιώματος προτίμησης<sup>1</sup>. Κατά την περίοδο εξάσκησης του δικαιώματος, τα δικαιώματα θα διαπραγματεύεται στο Χρηματιστήριο ενώ μετά την ημέρα λήξης η αξία τους χάνεται<sup>2</sup>. Όσο διαρκεί η διαπραγμάτευση των δικαιωμάτων στο Χρηματιστήριο όλοι οι επενδυτές μπορούν να συμμετέχουν στην αύξηση αγοράζοντας δικαιώματα στην τρέχουσα τιμή. Έχει διαπιστωθεί ότι με την αγορά δικαιωμάτων ένας επενδυτής μπορεί να αποκτήσει μετοχές της εταιρείας σε τιμή από 3-10% πιο φτηνά από ότι μέσω χρηματιστηρίου. Η διαφορά τιμής εξηγείται από το γεγονός ότι οι διαπραγματεύσιμοι στο χρηματιστήριο τίτλοι είναι άμεσα ρευστοποιήσιμοι σε αντίθεση με τις νέες μετοχές που θα παραδοθούν στους μετόχους σε μια ημερομηνία που καθορίζεται από το Δ.Σ. της εταιρείας και συνήθως κυμαίνεται από ένα μέχρι και αρκετούς μήνες μετά την ημερομηνία αποκοπής.

<sup>1</sup>  $P\pi = P_o - R$  όπου  $P_o$  η αρχική τιμή,  $P\pi$  η προσαρμοσμένη τιμή και  $R$  η τιμή του δικαιώματος.

<sup>2</sup> Η τιμή του δικαιώματος δίνεται από το μαθηματικό τύπο  $R = \frac{v}{v+1} P_v$  όπου

$P_v$  = η τιμή διάθεσης των νέων μετοχών και  $v$  = ο λόγος του αριθμού των νέων προς τον αριθμό των παλαιών μετοχών

Η τιμή διάθεσης των νέων μετοχών, ο αριθμός των δικαιωμάτων που χρειάζονται για την απόκτηση μιας νέας μετοχής, καθώς και η ημερομηνία λήξης της προθεσμίας άσκησης των δικαιωμάτων αποφασίζονται από την Γενική Συνέλευση των μετόχων.

Μετά την απόφαση της Γενικής Συνέλευσης των μετόχων για αύξηση μετοχικού κεφαλαίου, η διαδικασία που ακολουθείται είναι η εξής:

1. Κατάθεση ενημερωτικού Δελτίου προς έγκριση στο Διοικητικό Συμβούλιο του Χρηματιστηρίου Αθηνών.
2. Έγκριση του ενημερωτικού δελτίου της εταιρείας από το Δ.Σ. του Χ.Α.Α.
3. Η εταιρεία ορίζει την περίοδο άσκησης του δικαιώματος προτίμησης. Η περίοδος άσκησης του δικαιώματος προτίμησης σύμφωνα με την ερμηνευτική εγκύκλιο του Ν. 2339/1995 δεν μπορεί να οριστεί μικρότερη το ενός (1) μηνός και μεγαλύτερη των τεσσάρων (4) μηνών από την ημέρα λήξης της σχετικής απόφασης από το αρμόδιο όργανο της εταιρείας. Στην περίπτωση όμως που η αύξηση του μετοχικού συνοδεύεται με ανάλογη τροποποίηση του σχετικού με το μετοχικό κεφάλαιο άρθρο του καταστατικού, η ως άνω προθεσμία μπορεί να παραταθεί από το Διοικητικό Συμβούλιο για ένα (1) μήνα ακόμη. Έτσι το μεγαλύτερο χρονικό περιθώριο που θέτει ο νόμος για την καταβολή της αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου δεν μπορεί σε καμία περίπτωση να ξεπεράσει τους πέντε (5) μήνες από την ημέρα λήξης της σχετικής απόφασης.
4. Μετά το τέλος των εγγραφών η εταιρεία καταβάλλει στο ΧΑΑ την κατάσταση με τους μετόχους που συμμετείχαν στην αύξηση και ζητά την εισαγωγή των νέων μετοχών προς διαπραγμάτευση.
5. Καθορισμός της ημερομηνίας εισαγωγής των νέων μετοχών.

## 2.2 Λογιστική αύξηση μετοχικού κεφαλαίου

Μια εταιρεία είναι δυνατό να αυξήσει το μετοχικό της κεφάλαιο κάνοντας μια λογιστική μεταφορά από έναν από τους λογαριασμούς των ιδίων κεφαλαίων, στο μετοχικό κεφάλαιο - τα ίδια κεφάλαια μιας επιχείρησης αποτελούνται από λογαριασμούς όπως το μετοχικό κεφάλαιο, τα αποθεματικά κεφάλαια, αδιανέμητα κέρδη, ποσά προς κεφαλαιοποίηση, διαφορές αποτιμήσεων κ.α. Έτσι έχουμε μία «εικονική» ή λογιστική αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου αφού με αυτόν τον τρόπο

δεν παρουσιάζονται χρηματικές εισροές για την εταιρεία. Τέτοιες «εικονικές» αυξήσεις επιτυγχάνονται με τους εξής τρόπους.

- Κεφαλαιοποίηση Αποθεματικών
- Κεφαλαιοποίηση Χρεών
- Κεφαλαιοποίηση Κερδών
- Κεφαλαιοποίηση Υπεραξίας Πάγιων Περιουσιακών Στοιχείων
- Μετατροπή προνομιούχων σε κοινές
- Μετατροπή ομολογιακού δανείου σε μετοχές
- Έκδοση νέων μετοχών λόγω συγχώνευσης εταιρειών.

Η αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου πραγματοποιείται με αύξηση της ονομαστικής αξίας της μετοχής ή με διανομή δωρεάν μετοχών. Στην περίπτωση της διανομής δωρεάν μετοχών, ο αριθμός των νέων μετοχών που θα διανεμηθούν για κάθε παλαιά μετοχή και η ημερομηνία αποκοπής αποφασίζονται από τη Γενική Συνέλευση των μετόχων. Κατά την ημερομηνία αποκοπής η τιμή της μετοχής προσαρμόζεται κατάλληλα ώστε η συνολική κεφαλαιοποίηση της εταιρείας να παραμείνει αμετάβλητη<sup>3</sup>.

### 2.2.1 Κεφαλαιοποίηση Αποθεματικών

Μια εταιρεία δύναται να κάνει αύξηση μετοχικού κεφαλαίου μεταφέροντας μέρος των αποθεματικών κεφαλαίων της στο μετοχικό κεφάλαιο. Η μεταφορά δεν Έχει να κάνει με ταμειακές μεταβολές αλλά καθαρά με λογιστικές.

Ένας λόγος που μπορεί να οδηγήσει τη διοίκηση μιας εταιρείας να προβεί σε κεφαλαιοποίηση αποθεματικών μπορεί να είναι η επιθυμία να κρατηθεί η τιμή της μετοχής σε επίπεδα όπου είναι πιο ελκυστική προς το επενδυτικό κοινό. Έχει παρατηρηθεί ότι οι εταιρείες προτιμούν η μετοχή τους να κινείται σε κάποια «λογική» τιμή η οποία μεταβάλλεται από εταιρεία σε εταιρεία.

<sup>3</sup>  $P_{\Pi} = \frac{P_o + v}{v + 1}$  όπου  $P_o$  = Τιμή μετοχής πριν την αποκοπή,  $P_{\Pi}$  = προσαρμοσμένη τιμή μετοχής και  $v$  = ο λόγος του αριθμού των νέων προς τον αριθμό των παλαιών μετοχών

Επιπλέον, μεταφέροντας τα αποθεματικά της εταιρείας στο μετοχικό κεφάλαιο η εταιρεία βελτιώνει τους δείκτες κεφαλαιακής διάρθρωσης που θα της επιτρέψουν να καταστεί πιο ελκυστική στους δανειστές της.

Πάντως στην πλειοψηφία των περιπτώσεων η κεφαλαιοποίηση αποθεματικών κεφαλαίων οφείλεται σε νομοθετικές ρυθμίσεις. Η ισχύουσα νομοθεσία επιτρέπει ένα μέγιστο ύψος αποθεματικών κεφαλαίων οδηγώντας για λόγους ρευστότητας στην κεφαλαιοποίηση τους, αφού αποφεύγεται με τον τρόπο αυτό η αναγκαστική διανομή των πλεονασματικών κεφαλαίων.

### 2.2.2 Κεφαλαιοποίηση Χρεών

Αν μια εταιρεία βρίσκεται σε άσχημη οικονομική κατάσταση με αποτέλεσμα να μην μπορεί να ικανοποιήσει τους δανειστές της, είναι πολύ πιθανό να επιλέξει να μηδενίσει τα χρέη της προσφέροντας τους μετοχές της εταιρείας σε αντάλλαγμα. Με αυτό τον τρόπο η εταιρεία πραγματοποιεί αύξηση μετοχικού της κεφαλαίου κατά ποσό ισάξιο του ύψους των χρεών της.

Η κίνηση αυτή δεν εμπεριέχει ταμειακές εισροές αλλά μόνο μια λογιστική μεταφορά των υποχρεώσεων της εταιρείας στο μετοχικό της κεφάλαιο. Με αυτόν τον τρόπο όμως βελτιώνονται οι δείκτες κεφαλαιακής διάρθρωσης αυξάνοντας την φερεγγυότητα της εταιρείας και δίνοντας της την δυνατότητα να αντιμετωπίζεται υπό άλλα κριτήρια από τις Τράπεζες και τους ομολογιακούς δανειστές της.

### 2.2.3 Κεφαλαιοποίηση Κερδών

Σε μερικές περιπτώσεις μια εταιρεία θα προτιμήσει να μην διανείμει μέρισμα αλλά αντί αυτού να διανείμει στους μετόχους της δωρεάν μετοχές σε μια τέτοια αναλογία ώστε το μετοχικό κεφάλαιο να αυξηθεί κατά ένα ποσό ίσο με τα κέρδη προς διάθεση. Η κεφαλαιοποίηση πληρωτέων μερισμάτων επιτρέπεται από την ελληνική νομοθεσία<sup>4</sup> με την προϋπόθεση ότι δεν πρόκειται για τη διανομή του πρώτου μερίσματος.

Οι λόγοι που οδηγούν τις εταιρείες να διανείμουν μετοχές αντί μερίσματος είναι

<sup>4</sup> Άρθρο 45 του Κ.Ν. 2190/1920 και άρθρο 3 του Α.Ν. 148/67.



- οι καλές επενδυτικές ευκαιρίες που παρουσιάζονται σε μια εταιρεία καθώς και ο ταχύς ρυθμός ανάπτυξης της,
- οι οικονομικές δυσκολίες και το πρόβλημα ρευστότητας που ενδέχεται να αντιμετωπίζει μια εταιρεία,
- η προσπάθεια στο να καταστεί η μετοχή της πιο εμπορεύσιμη και
- η προσπάθεια να εμφανίσει η εταιρεία στον ισολογισμό μεγαλύτερο μετοχικό κεφάλαιο ώστε να αντιμετωπίζεται με πιο ευνοϊκούς όρους από τους δανειστές της.

#### 2.2.4 Κεφαλαιοποίηση Υπεραξίας Πάγιων Περιουσιακών Στοιχείων

Τα Πάγια Περιουσιακά στοιχεία των εταιρειών αναγράφονται στο ενεργητικό τους με την αξία κτήσης τους. Σε περιόδους υψηλού πληθωρισμού η αξία αυτή ενδέχεται να διαφέρει αρκετά από την τρέχουσα αξία των περιουσιακών στοιχείων με αποτέλεσμα οι λογιστικές καταστάσεις των εταιρειών να δείχνουν μια πλασματική εικόνα της εταιρείας. Κατά περιόδους αποφασίζεται δια νόμου ότι οι εταιρείες θα πρέπει να αναπροσαρμόσουν την αξία των πάγιων περιουσιακών στοιχείων τους ώστε αυτή να ανταποκρίνεται περισσότερο στην τρέχουσα αξία αυτών.

Οι νόμοι αυτοί αποφασίζουν το ύψος της αναπροσαρμογής την αντιμετώπιση των λογιστικών διαφορών, το ύψος της φορολογίας επί της υπεραξίας, τον τρόπο απόσβεσης καθώς και αν η αύξηση θα πραγματοποιηθεί με αύξηση της ονομαστικής αξίας ή με διανομή δωρεάν μετοχών.

Η κεφαλαιοποίηση της αξίας των πάγιων περιουσιακών στοιχείων δεν προσθέτει αξία στην εταιρεία και γι αυτό δεν θα πρέπει να έχει αντίκτυπο στην χρηματιστηριακή αξία αυτής.

Λόγοι που θα μπορούσαν να επηρεάσουν θετικά τα κέρδη της εταιρείας:

- Η αναπροσαρμογή των πάγιων περιουσιακών στοιχείων της εταιρείας οδηγεί συνήθως και σε αναπροσαρμογή των αποσβέσεων. Αυξάνονται έτσι οι φορολογικές ελαφρύνσεις με θετικές συνέπειες στη ρευστότητα της εταιρείας.

Λόγοι που θα μπορούσαν να επηρεάσουν αρνητικά τα κέρδη της εταιρείας:

- Η υπεραξία των πάγιων περιουσιακών στοιχείων της εταιρείας υπόκειται σε φορολογία.

Το άρθρο 9 του Ν. 2190/1920 καθορίζει τη σύγκλιση μιας ελεγκτικής επιτροπής που έχει καθήκον να διασφαλίσει την αντικειμενικότητα των όρων της συγχώνευσης. Η επιτροπή του άρθρου 9 του Ν. 2190/1920 καλείται να προσδιορίσει την καθαρή θέση των δύο εταιρειών και να αποφασίσει για τη σχέση ανταλλαγής των μετοχών τους. Αποφασίζεται έτσι ο αριθμός των μετοχών της απορροφώσας εταιρείας που θα λάβουν οι μέτοχοι της απορροφόμενης για κάθε παλαιά τους μετοχή.

Για να ολοκληρωθεί η συγχώνευση η απορροφώσα εταιρεία θα κάνει αύξηση του μετοχικού της κεφαλαίου κατά ποσό ίσο με την καθαρή θέση της απορροφόμενης εταιρείας. Οι παλαιοί μέτοχοι της απορροφώσας παραιτούνται από το δικαίωμα προτίμησης ενώ οι μέτοχοι της απορροφόμενης θα ανταλλάξουν τις μετοχές τους σύμφωνα με τη σχέση ανταλλαγής.

Στην περίπτωση που η επιτροπή του άρθρου 9 το αποφασίσει ενδέχεται ένα μέρος των νέων μετοχών που θα εκδοθούν να διανεμηθεί στους μετόχους της απορροφώσας<sup>6</sup>.

### 3. ΘΕΣΜΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ

---

Το θεσμικό πλαίσιο που διέπει τις αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου στην Ελλάδα διατυπώνεται πλήρως από τις διατάξεις του νόμου 2190/1920, τα Προεδρικά Διατάγματα 348/1985 και 350/ 1985 και την Ερμηνευτική Εγκύκλιο του Ν. 2339/1995.

Ορισμένα στοιχεία των παραπάνω διατάξεων αναφέρονται παρακάτω.

#### 3.1 Νόμος 2190/1920

Ο νόμος 2190/1920 αναφέρεται γενικά σε θέματα ανωνύμων εταιρειών. Παρακάτω θα αναφέρουμε ορισμένες διατάξεις του που αφορούν τις αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου από την απόφαση μέχρι και την πραγματοποίησή τους.

<sup>6</sup> Η σχέση ανταλλαγής των μετοχών των εταιρειών Α και Β προκύπτει από το λόγο των καθαρών θέσεων των δυο εταιρειών. Ο λόγος αυτός όμως δεν ισούται απαραίτητα και το λόγο των κεφαλαιοποιήσεων των δυο εταιρειών. Έτσι προκύπτουν λογιστικές διαφορές οι οποίες καταλήγουν προς όφελος των μετόχων της μιας ή της άλλης εταιρείας.

### **Δημοσιότητα**

Η πρόσκληση της Γενικής Συνέλευσης η οποία περιλαμβάνει τουλάχιστον το οίκημα την ημερομηνία και την ώρα της συνεδρίασης, καθώς και τα θέματα ημερήσιας διάταξης με σαφήνεια, τοιχοκολλείται σε εμφανή θέση του καταστήματος της εταιρείας και δημοσιεύεται ως παρακάτω:

I. Στο τεύχος Ανώνυμων Εταιρειών και Εταιρειών Περιορισμένης Ευθύνης της Εφημερίδας της Κυβέρνησης.

II. Σε μια ημερήσια πολιτική εφημερίδα που εκδίδεται στην Αθήνα και κατά την κρίση του Διοικητικού Συμβουλίου έχει ευρύτερη κυκλοφορία σε όλη τη χώρα, και

III. Σε μια ημερήσια οικονομική εφημερίδα από εκείνες που εκδίδονται 6 ημέρες τη βδομάδα και επί 3 χρόνια συνεχώς ως καθαρά οικονομικές εφημερίδες και έχουν κυκλοφορία τουλάχιστον 5000 φύλλων την ημέρα καθ' όλη την τριετία.

Προκειμένου για το χαρακτηρισμό μιας εφημερίδας ως οικονομικής αποφασίζει ανά εξάμηνο ο Υπουργός Τύπου και μέσω των Μαζικής ενημέρωσης.

**(ΑΡΘΡΟ 7β)**

### **Κατάθεση μετοχών για συμμετοχή σε Γενική Συνέλευση**

Για να συμμετέχει ένας μέτοχος στη Γ.Σ. πρέπει να καταθέσει τις μετοχές του στα ταμεία της εταιρείας ή στο ταμείο Παρακαταθηκών και Δανείων 5 τουλάχιστον ημέρες πριν από την ημερομηνία της Γ.Σ.

Το Δ.Σ. υποχρεούται να αναγράψει στον πίνακα τους μετόχους που έχουν έγκαιρα καταθέσει τις μετοχές τους.

**(ΑΡΘΡΟ 28)**

### **Γενική Συνέλευση**

1) Η Γενική Συνέλευση εξαιρέσει των επαναληπτικών, πρέπει να συγκαλείται 20 τουλάχιστον ημέρες προ της καθοριζόμενης για τη συνεδρίαση ημερομηνία. Η ημέρα

της δημοσιεύσεως της προσκλήσεως και η ημέρα της συνεδριάσεως δεν υπολογίζονται.

2) Η Γενική Συνέλευση βρίσκεται σε απαρτία και συνεδριάζει έγκυρα αν παρευρίσκονται μέτοχοι που εκπροσωπούν το 1/5 τουλάχιστον του καταβεβλημένου εταιρικού κεφαλαίου.

3) Αν δεν επιτευχθεί απαρτία συγκαλείται επαναληπτική Γ.Σ. εντός 20 ημερών (η πρόσκληση γίνεται δέκα τουλάχιστον ημέρες πιο πριν). Η επαναληπτική Γ.Σ. βρίσκεται σε απαρτία και συνεδριάζει έγκυρα οποιοδήποτε και αν είναι το τμήμα του καταβεβλημένου κεφαλαίου που εκπροσωπείται από αυτήν.

4) Εξάιρεση αποτελούν οι αποφάσεις που αφορούν μεταβολή της εθνικότητας ή του αντικειμένου της εταιρείας, την αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρείας, την μείωση του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρείας, την έκδοση ομολογιακού δανείου, τη μεταβολή του τρόπου διάθεσης των κερδών, τη συγχώνευση ή τη διάλυση της εταιρείας. Στις περιπτώσεις αυτές απαιτείται να παρευρίσκονται μέτοχοι που τους αντιστοιχούν τα 2/3 του καταβεβλημένου εταιρικού κεφαλαίου.

(ΑΡΘΡΟ 29)

### **Μετοχικό Κεφάλαιο**

Το Μετοχικό κεφάλαιο των ΑΕ αποτελούνται μόνο από τα στοιχεία του ενεργητικού που μπορούν να τύχουν χρηματικής αποτίμησης.

Το ελάχιστο ύψος μετοχικού κεφαλαίου για το οποίο μια Ανώνυμη επιχείρηση μπορεί να απευθυνθεί στο επενδυτικό κοινό για την κάλυψη του με Δημόσια εγγραφή, είναι 10.000.000 δρχ.

Οι Α.Ε που συγκεντρώνουν κεφάλαια με δημόσια εγγραφή έχουν την υποχρέωση να ζητήσουν την εγγραφή των χρεογράφων αυτών στο χρηματιστήριο εντός ενός έτους.

(ΑΡΘΡΟ 2)

### **Ονομαστική Αξία μετοχής – Έκδοση μετοχών Υπέρ το Άρτιο**

□ Η ονομαστική αξία (άρτιο) μιας μετοχής δεν μπορεί να οριστεί μικρότερη των εκατό (100) δραχμών και μεγαλύτερη των τριάντα χιλιάδων (30.000) δραχμών.

- Απαγορεύεται η έκδοση μετοχών σε τιμή μικρότερη του αρτίου.
- Η διαφορά που προκύπτει από έκδοση μετοχών υπέρ το άρτιο δεν μπορεί να διατεθεί για πληρωμή μερισμάτων ή ποσοστών.

(ΑΡΘΡΑ 14,30)

### **Αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου**

Στο καταστατικό είναι δυνατό να οριστεί ότι, κατά τη διάρκεια της πρώτης πενταετίας από τη σύσταση της εταιρείας, το διοικητικό συμβούλιο έχει το δικαίωμα με απόφαση του που λαμβάνεται με πλειοψηφία των (2/3) τουλάχιστον του συνόλου των μελών του α) να αυξάνει το μετοχικό κεφάλαιο μερικά ή ολικά με την έκδοση νέων μετοχών, για ποσό που δεν μπορεί να υπερβεί το αρχικό μετοχικό κεφάλαιο. β) να εκδίδει ομολογιακό δάνειο με την έκδοση ομολογιών μετατρέψιμων σε μετοχές, για ποσό που δεν μπορεί να υπερβεί το μισό του καταβεβλημένου μετοχικού κεφαλαίου.

Οι πιο πάνω εξουσίες του διοικητικού Συμβουλίου μπορούν να ανανεώνονται από τη Γενική Συνέλευση για χρονικό διάστημα που δεν υπερβαίνει την πενταετία για κάθε ανανέωση και η ισχύς του ισχύει μετά τη λήξη της κάθε πενταετίας.

Κατ'εξαιρέση των διατάξεων όταν τα αποθεματικά της εταιρείας υπερβαίνουν το (1/4) του καταβεβλημένου μετοχικού κεφαλαίου, για την αύξηση αυτού απαιτείται απόφαση της Γενικής Συνέλευσης.

Η απόφαση του αρμόδιου οργάνου της εταιρείας για αύξηση μετοχικού κεφαλαίου ή έκδοση ομολογιακού δανείου, πρέπει να αναφέρει τουλάχιστον το ποσό της αύξησης του κεφαλαίου ή το ύψος του ομολογιακού δανείου, τον τρόπο κάλυψης τους τον αριθμό και το είδος των μετοχών ή των ομολογιών που θα εκδοθούν, την ονομαστική αξία και την τιμή διάθεσης αυτών και την προθεσμία κάλυψης.

Μετά το τέλος της προθεσμίας που όρισε το όργανο της εταιρείας που αποφάσισε την αύξηση για την ενάσκηση του δικαιώματος προτίμησης σε ολόκληρο το νέο κεφάλαιο και η οποία δεν μπορεί να είναι μικρότερη από ένα μήνα, οι μετοχές που δεν έχουν αναληφθεί διατίθενται ελεύθερα από το διοικητικό συμβούλιο της εταιρείας.

(ΑΡΘΡΟ 13)

### **Διοικητικό Συμβούλιο**

Το διοικητικό Συμβούλιο πρέπει να συνεδριάζει μία φορά το μήνα στην έδρα της εταιρείας εκτός αν το καταστατικό ορίζει διαφορετικά. Βρίσκεται σε απαρτία και συνεδριάζει έγκυρα όταν παρευρίσκονται το  $\frac{1}{2}$  συν ένα (+1) των συμβούλων σε καμία όμως περίπτωση λιγότεροι από 3 σύμβουλοι. Οι αποφάσεις παίρνονται πλειοψηφικά και κάθε σύμβουλος μπορεί να αντιπροσωπεύσει έναν μόνο άλλο σύμβουλο.

(ΑΡΘΡΑ 21, 22)

### **Προνομιούχες μετοχές**

- Οι προνομιούχες μετοχές είτε παίρνουν πρώτο μέρος πριν από τις κοινές είτε παίρνουν μέρος σε χρήσεις που οι κοινές δεν παίρνουν.
- Οι προνομιούχες μετοχές μπορεί να είναι με ή χωρίς ψήφο.
- Οι προνομιούχες μετοχές με δικαίωμα ψήφου μπορεί να εκδοθούν και ως μετατρέψιμες σε κοινές οπότε ορίζεται και ο χρόνος μετατροπής.
- Οι προνομιούχες μετοχές με δικαίωμα ψήφου μπορεί να έχουν το δικαίωμα απόληψης ορισμένου τόκου.
- Κατάργηση ή περιορισμός προνομιούχων μετοχών επιτρέπεται μόνο μετά από απόφαση η οποία λαμβάνεται σε ιδιαίτερη Γενική Συνέλευση των προνομιούχων μετόχων με πλειοψηφία των τριών τετάρτων ( $\frac{3}{4}$ ) του εκπροσωπούμενου προνομιούχου κεφαλαίου.
- Για την μετατροπή των προνομιούχων άνευ ψήφου μετοχών σε κοινές μετά ψήφου απαιτείται εκτός από την πιο πάνω απόφαση των προνομιούχων μετόχων και απόφαση της Γενικής Συνέλευσης των κοινών κοινών μετόχων με πλειοψηφία των τριών τετάρτων ( $\frac{3}{4}$ ) του εκπροσωπούμενου μετοχικού κεφαλαίου<sup>7</sup>.

(ΑΡΘΡΟ 8)

<sup>7</sup> Σύμφωνα με την Ερμηνευτική εγκύκλιο του Ν. 2339/1995

### **Δικαίωμα Προτίμησης**

Σε κάθε περίπτωση αύξησης μετοχικού κεφαλαίου πλην εκείνων που τελούνται με δημόσια εγγραφή, παρέχεται δικαίωμα προτίμησης στους παλαιούς μετόχους ανάλογα με τη συμμετοχή τους στο υφιστάμενο μετοχικό κεφάλαιο.

Η τιμή στην οποία θα διατίθενται οι νέες μετοχές στους παλαιούς μετόχους, είναι συνήθως αρκετά μικρότερη της τρέχουσας χρηματιστηριακής τιμής της μετοχής αλλά δεν μπορεί να είναι μικρότερη από την ονομαστική αξία των μετοχών της εταιρείας.

(ΑΡΘΡΟ 31)

### **3.2 ΠΡΟΕΔΡΙΚΟ ΔΙΑΤΑΓΜΑ 348/1985**

Αναφέρεται στους όρους έκδοσης ενημερωτικού δελτίου από τις εταιρείες που επιθυμούν να εισάγουν νέες μετοχές στο Χρηματιστήριο Αθηνών. Το ενημερωτικό δελτίο είναι απαραίτητο είτε η εταιρεία εισάγει πρώτη φορά μετοχές στο Χρηματιστήριο είτε διενεργεί αύξηση μετοχικού κεφαλαίου και σκοπό έχει να ενημερώσει τους επενδυτές για την οικονομική κατάσταση της εταιρείας.

### **3.3 ΠΡΟΕΔΡΙΚΟ ΔΙΑΤΑΓΜΑ 350/1985**

Καθορίζει τις προϋποθέσεις εισαγωγής νέων μετοχών και ομολογιών στο Χρηματιστήριο καθώς και τις υποχρεώσεις του αναδόχου.

### **3.4 ΕΡΜΗΝΕΥΤΙΚΗ ΕΓΚΥΚΛΙΟΣ Ν. 2993/1995**

Στην εγκύκλιο ρυθμίζονται θέματα σχετικά με τον περιορισμό των προνομίων των προνομιούχων μετοχών ή τη μετατροπή τους σε κοινές. Συμπληρώνεται το πλαίσιο μέσα στο οποίο πρέπει να κινούνται τα μέλη της επιτροπής του άρθρου 9 του Ν. 2190/20 και ορίζονται όλα εκείνα τα στοιχεία που πρέπει να λαμβάνονται υπόψη για τη διασφάλιση της αντικειμενικότητας του έργου τους.

Παράλληλα αναδιατυπώνεται το άρθρο 11 Ν. 1920/2190 και συγκεκριμένα αναφέρεται ότι :

Η περίοδος άσκησης του δικαιώματος προτίμησης δεν μπορεί να οριστεί μικρότερη το ενός (1) μηνός και μεγαλύτερη των τεσσάρων (4) μηνών από την ημέρα λήψης της σχετικής απόφασης από το αρμόδιο όργανο της εταιρείας. Στην περίπτωση όμως που η αύξηση του μετοχικού συνοδεύεται με ανάλογη τροποποίηση του σχετικού με το μετοχικό κεφάλαιο άρθρο του καταστατικού, η ως άνω προθεσμία μπορεί να παραταθεί από το Διοικητικό Συμβούλιο για ένα (1) μήνα ακόμη. Έτσι το μεγαλύτερο χρονικό περιθώριο που θέτει ο νόμος για την καταβολή της αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου δεν μπορεί σε καμία περίπτωση να ξεπεράσει τους πέντε (5) μήνες από την ημέρα λήψης της σχετικής απόφασης.

#### **4. ΘΕΩΡΙΕΣ ΚΑΙ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΑ ΠΟΥ ΕΞΗΓΟΥΝ ΤΙΣ ΑΝΤΙΔΡΑΣΕΙΣ ΤΩΝ ΕΠΕΝΔΥΤΩΝ ΚΑΤΑ ΤΙΣ ΕΚΔΟΣΕΙΣ ΝΕΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ**

---

Οι αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου με καταβολή μετρητών επιφέρουν αλλαγές στην κεφαλαιακή διάρθρωση της εταιρείας ενώ οι διανομές δωρεάν μετοχών αποτελούν κοσμική μεταβολή του μετοχικού κεφαλαίου της. Παρακάτω θα αναφερθούμε σε θεωρίες και επιχειρήματα που δικαιολογούν την επίδραση που έχει στην τιμή της μετοχής, μια αύξηση μετοχικού κεφαλαίου με τις παραπάνω μεθόδους.

##### **4.1 ΘΕΩΡΙΕΣ ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΗΣ ΔΙΑΡΘΡΩΣΗΣ**

Αρκετοί ερευνητές έχουν ασχοληθεί στο παρελθόν με τη σύσταση του θεωρητικού πλαισίου που διέπει τις αντιδράσεις των επενδυτών στις αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου. Οι κυριότερες από τις θεωρίες αυτές αναφέρουν σαν τους κυριότερους παράγοντες τη φορολογία, το κόστος πτώχευσης, το κόστος αντιπροσώπευσης την ασυμμετρία πληροφοριών κ.α.



#### 4.1.1 Επίδραση Φορολογίας

Σύμφωνα με τη θεωρία αυτή η ύπαρξη της φορολογίας και οι διάφοροι φορολογικοί συντελεστές επηρεάζουν τις αποφάσεις που αφορούν την κεφαλαιακή διάρθρωση μιας εταιρείας.

Η αύξηση της μόχλευσης δημιουργεί φορολογικά οφέλη για την εταιρεία, από την άλλη όμως οι επενδυτές φορολογούνται για τα κέρδη τους από δανειακά χρεόγραφα και θα απαιτήσουν μεγαλύτερες αποδόσεις για να αντισταθμίσουν τα παρακρατηθέντα κέρδη.

Έτσι αν ο φορολογικός συντελεστής για εισοδήματα από δανειακά χρεόγραφα είναι υψηλότερος από ότι για τα εισοδήματα από μετοχές, τότε δημιουργείται ένα φορολογικό πλεονέκτημα για την επιχείρηση από την πώληση δανειακών χρεογράφων.

Οι **DeAngelo και Masulis [1980]** οδηγούνται στο συμπέρασμα ότι κάθε αλλαγή στην κεφαλαιακή διάρθρωση μιας εταιρείας που τη φέρνει πιο κοντά βέλτιστο επίπεδο δανεισμού, οδηγεί σε άνοδο της τιμής της μετοχής<sup>8</sup>.

Ο **Masulis [1983]** πιστεύει ότι η μείωση της μόχλευσης υποδηλώνει ότι η διοίκηση της εταιρείας αναμένει στο μέλλον μικρότερα φορολογικά οφέλη (tax shields) και άρα μείωση των λειτουργικών εσόδων της εταιρείας. Άρα η μείωση της μόχλευσης είναι κακό νέο και οδηγεί σε μείωση της τιμής της μετοχής.

#### 4.1.2 Επίδραση Κόστους Πτώχευσης

Σαν κόστος πτώχευσης μιας επιχείρησης εννοούνται οι νομικές αμοιβές και πληρωμές άλλων υπηρεσιών που είναι απαραίτητες για την κήρυξη της επιχείρησης σε πτώχευση. Η αύξηση του δανεισμού μιας εταιρείας αυξάνει την πιθανότητα να μην μπορέσει η εταιρεία να αντεπεξέλθει στις υποχρεώσεις της και άρα με την πιθανότητα να επιβαρυνθεί με τα έξοδα πτώχευσης. Η ύπαρξη του κόστους πτώχευσης δικαιολογεί την ύπαρξη βέλτιστης κεφαλαιακής διάρθρωσης.

Ο **Miller [1977]**, διαπίστωσε ότι τα αναμενόμενα έξοδα πτώχευσης είναι ασήμαντα και δεν επηρεάζουν τις αποφάσεις της εταιρείας που αφορούν την κεφαλαιακή της διάρθρωση.

<sup>8</sup> Το βέλτιστο επίπεδο δανεισμού είναι διαφορετικό για κάθε εταιρεία και εξαρτάται από τους φορολογικούς συντελεστές για δανειακά χρεόγραφα, έσοδα από μετοχές, αποσβέσεις κ.α.

Οι **DeAngelo και Masulis [1980]**, αντίθετα με το **Miller** πιστεύουν ότι το κόστος πτώχευσης λαμβάνεται υπόψιν από τους managers των επιχειρήσεων στις αποφάσεις τους πάνω στην κεφαλαιακή διάρθρωση της επιχείρησης. Επισημαίνουν επίσης ότι όσο μεγαλύτερο είναι το κόστος πτώχευσης τόσο χαμηλότερη είναι και η μόχλευση της εταιρείας.

#### 4.1.3 Ασυμμετρία Πληροφοριών

Σύμφωνα με τη θεωρία αυτή το επενδυτικό κοινό πιστεύει πως τα διευθυντικά στελέχη μιας εταιρείας έχουν καλύτερη γνώση της οικονομικής κατάστασης της εταιρείας και άρα μια ενδεχόμενη απόφασή τους να αυξήσουν το μετοχικό κεφάλαιο εμπεριέχει πληροφορίες για την πορεία των μελλοντικών κερδών.

Οι **Myers και Majluf [1984]** ισχυρίζονται πως αν τα διευθυντικά στελέχη της επιχείρησης θεωρούν πως η μετοχή της εταιρείας είναι υπερτιμημένη, είναι πολύ πιθανό να προβούν σε αύξηση μετοχικού με δημόσια εγγραφή. Με αυτό τον τρόπο υπερασπίζονται τα συμφέροντα των παλαιών μετόχων, αφού οι νέες μετοχές θα εκδοθούν σε τιμή μεγαλύτερη από την πραγματική. Άρα η είδηση της αύξησης μετοχικού κεφαλαίου θεωρείται απ' τους επενδυτές σαν «κακό νέο» για τη μελλοντική πορεία της επιχείρησης.

Οι **Leland και Pyle [1977]** πρότειναν ένα υπόδειγμα σύμφωνα με το οποίο όταν τα διευθυντικά στελέχη τα οποία είναι ταυτόχρονα και ιδιοκτήτες της εταιρείας αυξάνουν το ποσοστό συμμετοχής του στο μετοχικό κεφάλαιο της εταιρείας οι επενδυτές το λαμβάνουν σαν ένα θετικό σημάδι (signal) για την πορεία της εταιρείας. Η εξήγηση είναι ότι τα διευθυντικά στελέχη γνωρίζουν καλύτερα την οικονομική κατάσταση της εταιρείας και δεν θα προέβαιναν σε αύξηση του ποσοστού τους αν δεν περίμεναν μια θετική πορεία για τα κέρδη. Αντίθετα εάν τα διευθυντικά στελέχη μειώσουν το ποσοστό συμμετοχής τους, αυτό θα μεταφραστεί από τους επενδυτές σαν ένα «κακό νέο» για τα μελλοντικά κέρδη της εταιρείας.

Οι **Loughran and Ritter [1995]**, παραθέτουν εμπειρικά στοιχεία που φανερώνουν ότι οι εταιρείες που κάνουν αύξηση μετοχικού κεφαλαίου με δικαιώματα προτίμησης έχουν σημαντικά μειωμένη απόδοση κατά την περίοδο 5 ετών μετά την αύξηση. Συγκεκριμένα η μέση απόδοσή τους είναι 7% το χρόνο έναντι 15% των εταιρειών που δεν έχουν προβεί σε αύξηση. Παράλληλα οι εταιρείες αυτές είχαν για ένα χρόνο πριν από την αύξηση αυξημένες

αποδόσεις της τάξης του 72%<sup>9</sup>. Η μειωμένη απόδοση των εταιρειών αυτών φανερώνει ότι ήταν σημαντικά υπερτιμημένες.

Ο Lee [1997], εξέτασε εάν υπάρχει συσχέτιση μεταξύ της μεταβολής του ποσοστού συμμετοχής των διευθυντικών στελεχών και τη χρηματιστηριακή πορεία της μετοχής μετά την έκδοση μετοχών. Ισχυρίζεται ότι οι αυξήσεις με έκδοση νέων μετοχών προκαλούν μείωση της απόδοσης για τα επόμενα έτη, ανεξάρτητα από τις μεταβολές των ποσοστών των διευθυντικών στελεχών. Αντίθετα οι εκδόσεις με πώληση μετοχών δεν ακολουθούνται από μειωμένη απόδοση, ενώ υπάρχει ισχυρή συσχέτιση μεταξύ της απόδοσης και της μεταβολής του ποσοστού συμμετοχής των διευθυντικών στελεχών. Η μειωμένη απόδοση μετά την έκδοση νέων μετοχών αποδίδεται κατά κύριο λόγο σε προβλήματα ρευστότητας που αντιμετωπίζουν οι εταιρείες μετά την έκδοση.

#### 4.1.4 Επίδραση Κόστους Αντιπροσώπησης

Η μακροοικονομική θεωρία διδάσκει ότι τα διευθυντικά στελέχη μια επιχείρησης παίρνουν τις αποφάσεις τους με μοναδικό σκοπό τη μεγιστοποίηση του πλούτου των μετόχων. Στην πράξη όμως τα συμφέροντα των διευθυντικών στελεχών και των μετόχων πολλές φορές συγκρούονται δημιουργώντας το λεγόμενο κόστος αντιπροσώπησης (Agency cost).

Οι Jensen and Meckling [1976], αναφέρουν πως οι περισσότεροι επενδυτές γνωρίζουν τις διαφορές που μπορούν να προκύψουν μεταξύ μετόχων και διευθυντικών στελεχών. Επίσης αναφέρουν ότι οι διαφορές αυτές αυξάνονται όσο μικρότερο είναι το ποσοστό συμμετοχής των διευθυντικών στελεχών στο μετοχικό κεφάλαιο της επιχείρησης. Έτσι μια αύξηση μετοχικού κεφαλαίου στην οποία δεν συμμετέχουν τα διευθυντικά στελέχη της εταιρείας, οδηγεί σε μείωση του ποσοστού συμμετοχής τους στο μετοχικό κεφάλαιο της επιχείρησης και έχει αρνητική επίδραση στην αξία της επιχείρησης.

#### 4.1.5 Μεταβολή Μόχλευσης

Σύμφωνα με τους Modigliani and Miller [1963], μια προσφορά αντικατάστασης δανειακών χρεογράφων με μετοχές, μειώνει τη μόχλευση της εταιρείας άρα και τα φορολογικά οφέλη οδηγώντας σε πτώση της μετοχής. Αντίθετα η αντικατάσταση

<sup>9</sup> Οι Asquith and Mullin [1986] παρατήρησαν επίσης υψηλές αποδόσεις ένα έτος πριν την έκδοση

μετοχών με δανειακά χρεόγραφα αυξάνει τη μόχλευση και τα φορολογικά οφέλη με αποτέλεσμα την άνοδο της μετοχής.

Οι **Galai and Masulis [1976]**, ισχυρίστηκαν (υπόθεση μεταβίβασης πλούτου) ότι μια ξαφνική προσφορά αντικατάστασης μετοχών με δανειακά χρεόγραφα, αυξάνει τον κίνδυνο των δανειακών χρεογράφων μειώνοντας έτσι την αξία τους. Δημιουργείται έτσι μια μεταβίβαση πλούτου από τους πιστωτές της εταιρείας προς τους μετόχους της. Αντίθετα μια προσφορά αντικατάστασης δανειακών χρεογράφων με μετοχές, μειώνει τον κίνδυνο των δανειακών χρεογράφων, μειώνει τη μόχλευση και οδηγεί σε μεταβίβαση πλούτου από τους μετόχους προς τους δανειστές.

Οι **Leland και Pyle [1977]**, ισχυρίζονται ότι μια προσφορά αντικατάστασης δανειακών χρεογράφων με μετοχές οδηγεί σε μείωση του ποσοστού συμμετοχής των διευθυντικών στελεχών στο μετοχικό κεφάλαιο της εταιρείας, γεγονός που θεωρείται αρνητικό νέο για την εταιρεία και οδηγεί σε πτώση της μετοχής.

## 4.2 ΘΕΩΡΙΕΣ ΔΙΑΝΟΜΗΣ ΔΩΡΕΑΝ ΜΕΤΟΧΩΝ

Οι διανομές δωρεάν μετοχών δεν δημιουργούν εισροές νέων κεφαλαίων στην εταιρεία και επομένως δεν επηρεάζουν τα επενδυτικά της σχέδια. Συνεπώς η ανακοίνωση της διανομής δωρεάν μετοχών δεν θα πρέπει να μεταβάλει τη χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής. Τα αποτελέσματα όμως πολλών μελετών της διεθνούς βιβλιογραφίας φανερώνουν στατιστικά σημαντικές έκτακτες αποδόσεις γύρω από την ημερομηνία της ανακοίνωσης.

Παρακάτω αναφέρονται ορισμένα επιχειρήματα που προσπαθούν να εξηγήσουν τις αντιδράσεις των επενδυτών κατά τις διανομές δωρεάν μετοχών.

### 4.2.1 Πληροφοριακό περιεχόμενο

Σύμφωνα με τη θεωρία αυτή οι Διανομές Δωρεάν Μετοχών εμπεριέχουν πληροφοριακό περιεχόμενο για τη μελλοντική πορεία των κερδών της εταιρείας. Σύμφωνα με τους **Grinblatt, Masulis και Titman [1984]** οι ΔΔΜ μειώνουν τα αποθεματικά κεφάλαια της εταιρείας. Οι εταιρείες αποφεύγουν να διανείμουν δωρεάν μετοχές όταν πιστεύουν ότι αυτό μπορεί να μειώσει τη δυνατότητα τους για αποπληρωμή των μελλοντικών μερισμάτων. Έτσι πιστεύεται ότι τα διευθυντικά στελέχη της εταιρείας θα αποφύγουν να διανείμουν

δωρεάν μετοχές αν δεν αναμένουν μια θετική πορεία των κερδών της εταιρείας. Σύμφωνα με τα παραπάνω το επενδυτικό κοινό συνδέει τις ΔΔΜ με μια καλή μελλοντική πορεία της εταιρείας. Έτσι οι διανομές δωρεάν μετοχών λαμβάνονται ως «καλό νέο» από τους επενδυτές με αποτέλεσμα την άνοδο της τιμής της μετοχής.

#### 4.2.2 Δημοσιότητα

Άλλοι ερευνητές επισημαίνουν ότι η διανομή δωρεάν μετοχών ανεβάζει την επιχείρηση στο προσκήνιο της δημοσιότητας και ωθεί τους οικονομικούς αναλυτές να επανεξετάσουν την οικονομική κατάσταση και τις προοπτικές της<sup>10</sup>. Σύμφωνα με αυτό το επιχείρημα, επιχειρήσεις που βρίσκονται σε άσχημη οικονομική κατάσταση ή δεν παρουσιάζουν ευοίωνες προοπτικές, θα αποφύγουν να διανείμουν δωρεάν μετοχές. Οι επενδυτές το γνωρίζουν αυτό και λαμβάνουν τις ΔΔΜ σαν ένδειξη για την ευρωστία και τις καλές προοπτικές της επιχείρησης με αποτέλεσμα την άνοδο της μετοχής.

## 5. ΕΜΠΕΙΡΙΚΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΠΡΟΗΓΟΥΜΕΝΩΝ ΜΕΛΕΤΩΝ

Η επίδραση της έκδοσης νέων μετοχών στην χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής, είναι ένα θέμα που έχει απασχολήσει πολλούς ερευνητές στο παρελθόν. Τα αποτελέσματα των προηγούμενων μελετών έρχονται κατά βάση σε συμφωνία αλλά εμφανίζονται αποκλίσεις μεταξύ κεφαλαιαγορών που παρουσιάζουν διαφορές σε νομοθετικές και λειτουργικές ρυθμίσεις.

Η μελέτη της ελληνικής και διεθνούς βιβλιογραφίας δείχνει ότι εμφανίζονται διαφορές στις έκτακτες αποδόσεις μεταξύ των κεφαλαιαγορών της Ελλάδας και των ΗΠΑ.

### 5.1 ΜΕΛΕΤΕΣ ΑΥΞΗΣΗΣ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΜΕ ΚΑΤΑΒΟΛΗ ΜΕΤΡΗΤΩΝ

Οι μέθοδοι αύξησης μετοχικού κεφαλαίου με καταβολή μετρητών διακρίνονται:

- Στη μέθοδο της Δημόσιας Εγγραφής
- Στη μέθοδο με τη χρήση δικαιωμάτων προτίμησης.

Παρακάτω θα αναφερθούν συνοπτικά μελέτες οι οποίες ασχολήθηκαν με την επίδραση που είχαν αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου των δύο παραπάνω μεθόδων στην χρηματιστηριακή τιμή των μετοχών των εταιρειών.

### 5.1.1 ΑΥΞΗΣΗ ΜΕ ΔΗΜΟΣΙΑ ΕΓΓΡΑΦΗ

Η αύξηση μετοχικού κεφαλαίου με δημόσια εγγραφή δίνει τη δυνατότητα σε όλους τους επενδυτές να συμμετάσχουν στην αύξηση. Στις ΗΠΑ η μέθοδος αυτή χρησιμοποιείται συχνότατα προκειμένου οι επιχειρήσεις να αντλήσουν κεφάλαια. Στην Ελλάδα χρησιμοποιείται μόνο όταν οι εταιρείες εισέρχονται στο χρηματιστήριο ή όταν μεταφέρονται από την Παράλληλη στην Κύρια Αγορά του Χ.Α.Α. Για το λόγο αυτό ο περισσότερες μελέτες στις οποίες θα αναφερθούμε προέρχονται από το εξωτερικό.

#### ΜΕΛΕΤΕΣ ΑΠΟ ΤΙΣ ΗΠΑ

Οι **Asquith και Mullins [1986]** ερευνούν την επίδραση που έχει στην τιμή της μετοχής μιας εταιρείας η αύξηση μετοχικού κεφαλαίου με έκδοση νέων μετοχών μέσω δημόσιας εγγραφής. Εξετάζουν τις εκδόσεις κοινών μετοχών 266 βιομηχανικών επιχειρήσεων και 265 επιχειρήσεων κοινής ωφελείας την περίοδο 1963-1981. Το δείγμα τους περιείχε εκδόσεις μέσω αναδόχου, μόνο κοινών μετοχών οι οποίες είχαν εγκριθεί από την επιτροπή κεφαλαιαγοράς και η ανακοίνωση της διάθεσης των μετοχών δημοσιεύτηκε στον οικονομικό τύπο (Wall Street Journal).

Χρησιμοποιώντας έκτακτες ημερήσιες αποδόσεις διαπίστωσαν ότι η ανακοίνωση έκδοσης νέων μετοχών συνοδεύεται από σημαντική μείωση της χρηματιστηριακής τιμής. Η μέση έκτακτη απόδοση την ημέρα της ανακοίνωσης για τις εκδόσεις των βιομηχανικών επιχειρήσεων είναι  $-2,7\%$  και στατιστικά σημαντική, ενώ για τις επιχειρήσεις κοινής ωφελείας  $-0,9\%$  και επίσης στατιστικά σημαντική. Τα αποτελέσματα τους συμφωνούν με τις υποθέσεις ότι i) οι εκδόσεις μετοχών θεωρούνται από τους επενδυτές σαν κακή είδηση και ii) ότι η καμπύλη ζήτησης των μετοχών μιας εταιρείας έχει αρνητική κλίση.

Οι **Masulis και Korwar [1986]** εξετάζουν την μεταβολή της τιμής των κοινών μετοχών γύρω από την ανακοίνωση έκδοσης νέων μετοχών με τη βοήθεια αναδόχου μέσω δημόσιας εγγραφής. Εξετάζουν την περίοδο 1963-1980 και στο δείγμα τους συμμετέχουν

<sup>10</sup>Βλέπε Grinblatt, Masulis και Titman [1984]

εταιρείες εισηγμένες στο NYSE που εκδίδουν μόνο κοινές μετοχές μέσω αναδόχου και έχουν δημοσιεύσει την ανακοίνωση της έκδοσης στον οικονομικό τύπο (Wall Street Journal).

Χρησιμοποιούν ημερήσιες αποδόσεις και εφαρμόζουν το υπόδειγμα της αγοράς και διαστρωματικές παλινδρομήσεις. Τα αποτελέσματά τους έδειξαν ότι παρατηρείται στατιστικά σημαντική μείωση της τιμής της μετοχής (-3,6%) όταν οι επιχειρήσεις ανακοινώνουν αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου. Σε συμφωνία με τα αποτελέσματα των Asquith και Mullins η μείωση αυτή είναι μεγαλύτερη για τις βιομηχανικές επιχειρήσεις από ότι για τις επιχειρήσεις κοινής ωφελείας.

Οι **Mikkelson και Partch [1986]** εξετάζουν την επίδραση που δημιουργεί στην χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής η έκδοση νέων μετοχών με δημόσια εγγραφή.

Το δείγμα που χρησιμοποιήθηκε ήταν τυχαίο και περιλάμβανε εταιρείες που έκαναν αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου στο διάστημα 1972-1982. Τα αποτελέσματα έδειξαν ότι όταν ανακοινώνεται πώληση κοινών μετοχών υπάρχει στατιστικά σημαντική μείωση της τιμής της μετοχής ενώ όταν ανακοινώνεται πώληση προνομιούχων η μεταβολή είναι μικρή και όχι στατιστικά σημαντική.

Οι **Slovin, Sushka and Hudson [1990]** εξέτασαν κατά πόσο οι αντιδράσεις της αγοράς αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου με δημόσια εγγραφή ποικίλουν ανάλογα με την ύπαρξη ή όχι αναδόχου. Τα αποτελέσματα της μελέτης τους έδειξαν ότι η μεταβολή της τιμής της μετοχής είναι θετικά συσχετισμένη με το ύψος του τραπεζικού δανεισμού της επιχείρησης και την αξιοπιστία του αναδόχου.

### 5.1.2 ΑΥΞΗΣΗ ΜΕ ΤΗ ΧΡΗΣΗ ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΩΝ ΠΡΟΤΙΜΗΣΗΣ

Η αύξηση μετοχικού κεφαλαίου με τη χρήση δικαιωμάτων προτίμησης επιτρέπει μόνο στους παλαιούς μετόχους να συμμετάσχουν στην αύξηση. Αν κάποιος επενδυτής που δεν είναι παλαιός μέτοχος επιθυμεί να συμμετάσχει στην αύξηση θα πρέπει να προβεί σε αγορά δικαιωμάτων προτίμησης. Η μέθοδος αυτή είναι η πιο συχνά εμφανιζόμενη στην Ελλάδα αλλά δεν χρησιμοποιείται σχεδόν καθόλου στις ΗΠΑ.

## ΜΕΛΕΤΕΣ ΑΠΟ ΤΙΣ ΗΠΑ

Ο **Nelson [1965]** εξετάζει τις αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου που έγιναν στις ΗΠΑ την περίοδο 1946-1957. Εξετάζει τη μεταβολή γύρω από την ημερομηνία αποκοπής του δικαιώματος και βρίσκει ότι δεν υπάρχει σημαντική διαφορά μεταξύ της τιμής έξι μήνες πριν από την αποκοπή και έξι μήνες μετά την αποκοπή ( μεταβολή  $-0,2\%$  ).

Ο **Scholes [1972]** ερευνά τις εκδόσεις μετοχών στις ΗΠΑ με χρήση δικαιωμάτων προτίμησης. Διερευνά την υπόθεση συμπίεσης τιμής (price pressure hypothesis) που βασίζεται στην υπόθεση ότι η καμπύλη ζήτησης των μετοχών μιας επιχείρησης δεν είναι πλήρως ελαστική αλλά έχει αρνητική κλίση.

Χρησιμοποιεί μηνιαίες αποδόσεις και χρησιμοποιεί σαν βάση την ημερομηνία έκδοσης. Το δείγμα του αποτελείται από 696 εκδόσεις που έγιναν στις ΗΠΑ (NYSE) την περίοδο 1926-1966 και εφαρμόζει το υπόδειγμα της αγοράς. Διαπιστώνει ότι υπάρχει θετική έκτακτη απόδοση την περίοδο μέχρι την έκδοση, πτώση της τιμής (  $-0,3\%$  ) το μήνα της έκδοσης και καμία έκτακτη απόδοση την περίοδο μετά την έκδοση.

Ο **Smith [1977]** εξετάζει 853 αυξήσεις κεφαλαίου με χρήση δικαιωμάτων προτίμησης που έγιναν το διάστημα 1926-1975. Χρησιμοποιώντας το υπόδειγμα της αγοράς και μηνιαίες αποδόσεις συμπεραίνει ότι υπάρχουν έκτακτες αποδόσεις 8-9% ένα χρόνο πριν την έκδοση ενώ δεν υπάρχουν έκτακτες αποδόσεις μετά την έκδοση.

Οι **White και Lustig [1980]** ερευνούν την συμπεριφορά των τιμών των μετοχών γύρω από την ανακοίνωση αύξησης μετοχικού κεφαλαίου με δικαιώματα προτίμησης. Η περίοδος που εξετάζουν είναι 1962-1972. Χρησιμοποιούν ημερήσιες τιμές και βρίσκουν ότι υπάρχουν έκτακτες αρνητικές αποδόσεις  $-1,03\%$  γύρω από την ημερομηνία της ανακοίνωσης οι οποίες είναι στατιστικά σημαντικές.

Οι **Ekbo και Masulis [1987]** ερευνούν την περίοδο 1963-1981 και εξετάζουν τις αυξήσεις κεφαλαίου με δικαίωμα προτίμησης των εταιρειών του NYSE χρησιμοποιώντας ημερήσιες αποδόσεις. Διαπιστώνουν ότι όταν ανακοινώνεται αύξηση μετοχικού κεφαλαίου και δεν χρησιμοποιείται ανάδοχος υπάρχουν θετικές έκτακτες αποδόσεις στατιστικά σημαντικές. Αντίθετα όταν δεν χρησιμοποιείται ανάδοχος οι αποδόσεις είναι αρνητικές και στατιστικά σημαντικές.

Ο **Kothare [1991]** εξετάζει την περίοδο 1970-1987 λαμβάνοντας στο δείγμα του πάνω από 150 επιχειρήσεις που έκδοσαν μετοχές στο NYSE με χρήση δικαιωμάτων προτίμησης. Χρησιμοποιεί ημερήσιες αποδόσεις ενώ το δείγμα του είναι καθαρό αφού



περιέχει επιχειρήσεις που εκδίδουν μόνο κοινές μετοχές και η ανακοίνωση δεν αναφέρεται άλλα γεγονότα πλην της αύξησης με δικαιώματα προτίμησης.

Συμπεραίνει ότι η ανακοίνωση της αύξησης με δικαιώματα προτίμησης μειώνει τις τιμές των μετοχών. Η μέση έκτακτη απόδοση είναι  $-1,54\%$  ενώ είναι στατιστικά σημαντική.

Οι **Loughran and Ritter [1997]**, ερευνούν τη λειτουργική αποδοτικότητα των εταιρειών ένα χρόνο πριν και 5 χρόνια μετά την έκδοση νέων μετοχών με δικαιώματα προτίμησης. Εξετάζουν την περίοδο 1966 – 1981 και το δείγμα τους αποτελείται από 93 βιομηχανικές επιχειρήσεις εισηγμένες στον NYSE. Τα αποτελέσματα δείχνουν μια σημαντική βελτίωση της λειτουργικής αποδοτικότητας πριν από την έκδοση μετοχών και σημαντική επιδείνωση αργότερα. Παράλληλα οι μετοχικές αποδόσεις των εταιρειών αυτών είναι σημαντικά μικρότερες άλλων εταιρειών του ίδιου ρυθμού ανάπτυξης που δεν προέβησαν σε έκδοση νέων μετοχών.

Ο **Kothare [1996]**, συγκρίνει τις εκδόσεις μετοχών με τη μέθοδο της δημόσιας εγγραφής και με τη μέθοδο των δικαιωμάτων προτίμησης, σχετικά με τις επιδράσεις που αυτές έχουν στη ρευστότητα της μετοχής.

Το δείγμα των εκδόσεων με δικαιώματα προτίμησης αποτελείται από 85 εκδόσεις εταιρειών εισηγμένων στο NASDAQ την περίοδο 1973-1986. Η πηγή των δεδομένων του ήταν το Registered Offerings Securities (ROS). Το δείγμα των δημόσιων εγγραφών προέρχεται επίσης από την (ROS) και καλύπτει την περίοδο 1973-1982.

Η επεξεργασία των δεδομένων δείχνει ότι οι εκδόσεις με δικαιώματα προτίμησης δημιουργούν μια αύξηση στο bid-ask spread της μετοχής, που από  $11,31\%$  κατά μέσο όρο πριν την αποκοπή του δικαιώματος αυξάνεται στο  $13,05\%$  μετά την αποκοπή. Αντίθετα στις εκδόσεις με δημόσια εγγραφή το bid-ask spread μειώνεται από  $7,19\%$  κατά μέσο όρο πριν την έκδοση σε  $5,58\%$  μετά την έκδοση.

Τα αποτελέσματα εξηγούν γιατί οι εταιρείες μεγάλης κεφαλαιοποίησης με μεγάλη διασπορά μετοχών προτιμούν τη μέθοδο της δημόσιας εγγραφής.

## ΜΕΛΕΤΕΣ ΑΠΟ ΤΗΝ ΕΥΡΩΠΗ

Οι **Bohren, Eckbo and Michalsen [1997]**, εξετάζουν τις αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου με δικαιώματα προτίμησης στο Χρηματιστήριο του Όσλο (OSE) σχετικά με την επιλογή ή όχι αναδόχου. Το δείγμα τους αποτελείται από 200 αυξήσεις με δικαιώματα προτίμησης,

που έγιναν την περίοδο 1980-1993. Τα αποτελέσματα τους δείχνουν ότι υπάρχει μια στροφή προς τις εκδόσεις με χρήση αναδόχου τα τελευταία χρόνια. Παράλληλα η χρησιμοποίηση αναδόχου είναι συχνότερη στις εταιρείες μεγάλης κεφαλαιοποίησης και στις εταιρείες με μεγάλη διασπορά μετοχών.

### ΜΕΛΕΤΕΣ ΑΠΟ ΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

Ο **Τσαγκαράκης [1993]** εξετάζει την επίδραση που έχει στη χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής η αύξηση μετοχικού κεφαλαίου με δικαιώματα προτίμησης. Η περίοδος που εξετάζει είναι 1981 – 1990 ενώ σαν ημέρα βάσης χρησιμοποιεί την ημερομηνία ανακοίνωσης στον οικονομικό τύπο της αύξησης μετοχικού κεφαλαίου.

Το δείγμα του αποτελείται από 110 αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου εταιρειών εισηγμένων στο Χ.Α.Α. Για την επεξεργασία των ημερήσιων αποδόσεων χρησιμοποιείται η μέθοδος της «Ανάλυσης επιχειρηματικών Γεγονότων» (event study methodology). Τα αποτελέσματα έδειξαν στατιστικά σημαντικές έκτακτες αποδόσεις κατά την ημέρα της ανακοίνωσης σε όλα σχεδόν τα επί μέρους δείγματα. Ειδικότερα το δείγμα που περιείχε τις αυξήσεις μόνο κοινών μετοχών χωρίς άλλες ταυτόχρονες ανακοινώσεις εμφανίζει αθροιστική μέση έκτακτη απόδοση δύο ημερών 4,7%.

### ΜΕΛΕΤΕΣ ΑΠΟ ΤΗΝ ΙΑΠΩΝΙΑ

Οι **Cristensen, Faria, Kwok and Bremer [1996]** εξέτασαν τις αντιδράσεις της Ιαπωνικής κεφαλαιαγοράς κατά τις ανακοινώσεις έκδοσης κοινών μετοχών, δανειακών χρεογράφων και μετατρέψιμων ομολογιών κατά την περίοδο 1984 – 1991. Τα αποτελέσματα της έρευνας τους έδειξαν ότι οι αντιδράσεις της αγοράς δεν διαφέρουν από εκείνες της αγοράς των ΗΠΑ. Η μόνη διαφορά βρίσκεται στην έκδοση μετατρέψιμων ομολογιών όπου και παρατηρήθηκαν μη στατιστικά σημαντικές έκτακτες αποδόσεις. Το τελικό συμπέρασμα είναι ότι οι οικονομικοί παράγοντες των δύο αγορών έχουν σημαντικές ομοιότητες που επισκιάζουν τις θεσμικές και νομικές διαφορές τους.

Οι **Goyal, Yang, Jayaraman and Shastri [1994]**, ερευνούν τη συμπεριφορά της μετοχής και του όγκου συναλλαγών κατά την ημέρα της αποκοπής του δικαιώματος προτίμησης. Εξέτασαν την περίοδο από το 1975 έως το 1989 και το δείγμα τους

αποτελείται από 248 αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου με δικαιώματα προτίμησης που έγιναν από εταιρείες εισηγμένες στο Χρηματιστήριο του Τόκιο.

Τα αποτελέσματα του δείχνουν ότι υπάρχει έκτακτη θετική απόδοση 7.1% την ημέρα αποκοπής του δικαιώματος. Παρατηρούν επίσης σημαντική αύξηση του όγκου συναλλαγών για πέντε ημέρες πριν την αποκοπή του δικαιώματος, ενώ μετά την αποκοπή υπάρχει αύξηση της διακύμανσης της τιμής της μετοχής 18% κατά μέσο όρο.

## 5.2 ΜΕΛΕΤΕΣ ΑΥΞΗΣΗΣ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΜΕ ΔΙΑΝΟΜΗ ΔΩΡΕΑΝ ΜΕΤΟΧΩΝ

Ένας μεγάλος αριθμός ερευνητών ασχολήθηκε στο παρελθόν με τις διανομές δωρεάν μετοχών. Τα κυριότερα θέματα που τους απασχόλησαν ήταν η επίδραση που είχαν οι ΔΔΜ στις τιμές των μετοχών, οι μεταβολές στη συναλλακτική δραστηριότητα και στη διακύμανση των τιμών των μετοχών καθώς και η σχέση που συνδέει το ποσοστό διανομής με τα παραπάνω αποτελέσματα.

### ΜΕΛΕΤΕΣ ΑΠΟ ΤΙΣ ΗΠΑ

Οι **Grinblatt, Masulis και Titman [1984]** διερεύνησαν την επίδραση που έχει η ανακοίνωση της διανομής δωρεάν μετοχών στην τιμή της μετοχής. Το δείγμα που χρησιμοποίησαν ήταν καθαρό δηλαδή περιείχε μόνο ανακοινώσεις που αφορούσαν διανομή δωρεάν μετοχών και καλύπτει τις ΔΔΜ που έγιναν στις ΗΠΑ την περίοδο 1967-1976.

Χρησιμοποίησαν ημερήσιες τιμές και εξέτασαν αποδόσεις των μετοχών 10 ημέρες πριν και 43 ημέρες μετά την ανακοίνωση της διανομής δωρεάν μετοχών. Η μελέτη των χρηματιστηριακών αποδόσεων των μετοχών του δείγματος έδειξε ότι υπάρχουν στατιστικά σημαντικές αυξήσεις στις τιμές των μετοχών κατά την ανακοίνωση της διανομής δωρεάν μετοχών. Συγκεκριμένα η μέση απόδοση δύο ημερών γύρω από την ανακοίνωση είναι 3,41% ενώ η μέση ημερήσια απόδοση των 40 ημερών είναι 0,16%.

Τις αυξήσεις αυτές τις αποδίδουν στο πληροφοριακό περιεχόμενο των ανακοινώσεων. Οι διανομές δωρεάν μετοχών οδηγούν σε σημαντική μείωση των αποθεματικών μιας εταιρείας και έτσι καθιστούν δυσκολότερη την πληρωμή των μελλοντικών μερισμάτων. Σύμφωνα με τους Grinblatt, Masulis και Titman οι επιχειρήσεις που περιμένουν χαμηλή

μελλοντική κερδοφορία αποφεύγουν να διανείμουν δωρεάν μετοχές, καθώς αυτό θα δυσκολέψει την δυνατότητα αποπληρωμής των μελλοντικών μερισμάτων.

Οι **McNichols και Dravid [1990]**, εξετάζουν τις ανακοινώσεις διανομής δωρεάν μετοχών δίνοντας έμφαση στο πληροφοριακό περιεχόμενο. Συγκεκριμένα βρίσκουν μια θετική σχέση ανάμεσα στο ποσοστό διανομής και στην προ της διανομής τιμή της μετοχής αλλά αρνητική σχέση με τη χρηματιστηριακή αξία της επιχείρησης. Η πρώτη σχέση έρχεται σε συμφωνία με την υπόθεση ότι οι επιχειρήσεις επιθυμούν κάποια «λογική» περιοχή χρηματιστηριακών τιμών και η δεύτερη ότι οι μεγαλύτερες τιμές είναι πιο «λογικές» για τις μεγαλύτερες επιχειρήσεις.

Οι **Foster and Vickrey [1978]** βρίσκουν στατιστικά σημαντικές αυξήσεις στις τιμές των μετοχών τόσο κατά την ανακοίνωση της δωρεάν διανομής όσο και κατά την ημέρα της αποκοπής. Συγκεκριμένα κατά τη ημέρα της ανακοίνωσης παρατηρείται θετική μέση έκτακτη απόδοση 2% στατιστικά σημαντική, ενώ κατά την αποκοπή έκτακτη απόδοση 0.6% επίσης στατιστικά σημαντική. Τα ευρήματα του τα αποδίδουν στο πληροφοριακό περιεχόμενο των σχετικών ανακοινώσεων.

Οι **Dhatt, Kim and Mukherji [1994]**, εξετάζουν αν οι διανομές δωρεάν μετοχών στην Ιαπωνία, έχουν επίδραση στην τιμή της μετοχής. Το δείγμα τους αποτελείται από 1592 διανομές δωρεάν μετοχών που διενήργησαν εταιρείες εισηγμένες στο χρηματιστήριο του Τόκιο την περίοδο 1977-1988. Με τη χρήση του υποδείγματος της αγοράς υπολογίζουν τις μέσες έκτακτες αποδόσεις του δείγματος για 15 μέρες πριν και 15 μετά την ημερομηνία αποκοπής. Για τον υπολογισμό των στατιστικών παραμέτρων χρησιμοποιούνται οι ημερήσιες αποδόσεις των μετοχών του δείγματος για μια περίοδο 250 ημερών με αρχή 16 ημέρες μετά την ημερομηνία αποκοπής.

Τα αποτελέσματα δείχνουν ότι υπάρχουν στατιστικά σημαντικές θετικές έκτακτες αποδόσεις γύρω από την ημερομηνία αποκοπής, εφάμιλλες παρόμοιων μελετών στις ΗΠΑ. Την ημέρα της αποκοπής υπάρχει έκτακτη απόδοση 1,42% ενώ η αθροιστική έκτακτη απόδοση 11 ημερών [-14, 4] είναι 3,49%. Παράλληλα η μελέτη του επιμέρους δείγματος των ΔΔΜ της περιόδου 1986-1988 έδωσε αθροιστική μέση έκτακτη απόδοση 11 ημερών [-14, 4] ίση με 5,52%.

Τα αποτελέσματα της μελέτης τους καταρρίπτουν την εξήγηση ότι οι έκτακτες αποδόσεις είναι αποτέλεσμα νομοθετικών ρυθμίσεων που αφορούν τις συναλλαγές και άλλων παραγόντων που ισχύουν μόνο στις ΗΠΑ.

Οι **Anand, Desai, Nimalenran and Venkatamaran [1988]**, εξετάζουν τις μεταβολές στη συναλλακτική δραστηριότητα και τη διακύμανση στην τιμή τις μετοχής κατά τις διανομές δωρεάν μετοχών.

Το αρχικό τους δείγμα αποτελείται από 980 ΔΔΜ που ανακοίνωσαν 739 εταιρείες εισηγμένες στο NASDAQ-NMS από τον Ιανουάριο του 1983 έως το Δεκέμβριο του 1990. Η επεξεργασία των δεδομένων φανερώνει σημαντική αύξηση της διακύμανσης μετά τη ημερομηνία αποκοπής, οποία είναι θετικά συσχετισμένη με τον όγκο συναλλαγών. Τα αποτελέσματα υποδηλώνουν ότι η αυξημένη ρευστότητα που δημιουργείται μετά τη διανομή δωρεάν μετοχών είναι υπεύθυνη για την αύξηση της συναλλακτικής δραστηριότητας της μετοχής.

#### ΜΕΛΕΤΕΣ ΑΠΟ ΤΟΝ ΚΑΝΑΔΑ

Οι **Kryzanowski and Zhang [1993]** εξετάζουν τη συμπεριφορά των τιμών των μετοχών κατά τις διανομές δωρεάν μετοχών στο Χρηματιστήριο του Τορόντο (TSE). Το δείγμα που χρησιμοποίησαν αποτελείται από 197 δωρεάν διανομές που πραγματοποιήθηκαν την περίοδο 1978-1987. Χρησιμοποιώντας τη μέθοδο της «Ανάλυσης επιχειρηματικών γεγονότων», υπολογίζουν τις μέσες έκτακτες αποδόσεις για μια περίοδο 11 ημερών (-5 έως 5) γύρω από την ημερομηνία αποκοπής. Τα αποτελέσματα δείχνουν μέση έκτακτη ημερησία απόδοση 0,78% την ημέρα της αποκοπής και αθροιστική μέση έκτακτη απόδοση 3 ημερών [-1,1] 1,6%. Όταν όμως χρησιμοποίησαν τον έλεγχο των καταλοίπων για επιδράσεις ARCH κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι οι έκτακτες αποδόσεις ήταν αποτέλεσμα αυξημένου θορύβου και όχι στατιστικά σημαντικές.

#### ΜΕΛΕΤΕΣ ΑΠΟ ΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

Οι **Παπαιωάννου, Τραυλός και Τσαγκαράκης [1997]** εξετάζουν την επίδραση της ανακοίνωσης διανομής δωρεάν μετοχών στη χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής. Περαιτέρω εξετάστηκε η πορεία των κερδών ανά μετοχή, μερισμάτων ανά μετοχή καθώς και του όγκου συναλλαγών τρία χρόνια πριν και τρία χρόνια μετά την ανακοίνωση της ΔΔΜ. Η εξεταζόμενη περίοδος είναι 1981- 1994 και το δείγμα τους αποτελείται από 178 αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου με ΔΔΜ, εταιρειών εισηγμένων στο Χ.Α.Α.

Για την επεξεργασία των ημερήσιων αποδόσεων χρησιμοποιείται η μέθοδος της «Ανάλυσης επιχειρηματικών Γεγονότων» (event study methodology). Η ανάλυση έδειξε ότι δεν παρατηρείται στατιστικά σημαντική μεταβολή στις τιμές των μετοχών, τόσο κατά την ημέρα της ανακοίνωσης όσο και κατά την ημέρα αποκοπής του δικαιώματος. Επίσης δεν παρατηρείται σημαντική μεταβολή στα κέρδη ανά μετοχή, στα μερίσματα ανά μετοχή αλλά και στον όγκο συναλλαγών.

Τα αποτελέσματα έρχονται σε αντίθεση με εκείνα των Gñnblatt, Masulis και Titman [1984] καθώς και με τους Foster and Vickrey [1978]. Η διαφορά στα αποτελέσματα οφείλονται στην έλλειψη πληροφοριακού παρεχόμενου των ΔΔΜ που γίνονται στην Ελλάδα αφού οι περισσότερες επιβάλλονται από το νόμο σε αντίθεση με τις ΗΠΑ όπου γίνονται με απόφαση των επιχειρήσεων και έτσι εμπεριέχουν πληροφορίες για την πορεία της εταιρείας.

## 6. ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ ΚΑΙ ΠΕΡΙΓΡΑΦΗ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ

Οι χρηματοοικονομικές θεωρίες και τα επιχειρήματα που αναφέρθηκαν στο κεφάλαιο 4 επιχειρούν να εξηγήσουν τις επιδράσεις της έκδοσης νέων μετοχών στη χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής. Στο κεφάλαιο αυτό θα διατυπώσουμε τη μέθοδο που χρησιμοποιήθηκε για τη διαπίστωση της ύπαρξης ή όχι των επιδράσεων αυτών καθώς για τη μέτρησή τους. Η υπόθεση που θα ελεγχθεί είναι η παρακάτω:

$$H_0 : EA = 0$$

$$H_1 : EA \neq 0$$

όπου  $H_0$  η βασική υπόθεση,  $H_1$  η εναλλακτική υπόθεση και  $EA$  η μέση έκτακτη χρηματιστηριακή απόδοση απόδοση του δείγματος.

### 6.1 ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ

Ο έλεγχος των υποθέσεων γίνεται με τη χρήση της μεθόδου «Ανάλυση επιχειρηματικών Γεγονότων» (event studies methodologies) η οποία χρησιμοποιήθηκε από τους Warner και Brown (1983) και (1985). Εξετάζεται η μεταβολή της τιμής της

μετοχής γύρω από την ημερομηνία ανακοίνωσης της πρόσκλησης των μετόχων της εταιρείας σε Γενική Συνέλευση με θέμα την αύξηση μετοχικού κεφαλαίου.

Σε μια αποτελεσματική αγορά οι επιδράσεις στην τιμή της μετοχής που σχετίζονται με την αύξηση μετοχικού κεφαλαίου θα πρέπει να παρατηρηθούν την ημέρα της ανακοίνωσης και όχι αργότερα ενώ οι επιδράσεις προ της ημέρας της ανακοίνωσης είναι ένα μέτρο της διαρροής πληροφοριών που υπάρχει από τα στελέχη της εταιρείας προς το επενδυτικό κοινό.

Για να ελεγχθούν οι επιδράσεις της ανακοίνωσης στην τιμή της μετοχής χρησιμοποιείται σαν μέτρο σύγκρισης η αναμενόμενη απόδοση της μετοχής.

Όμως η μεταβολή της τιμής μιας μετοχής την ημέρα της ανακοίνωσης της αύξησης μετοχικού κεφαλαίου, δεν προκαλείται μόνο από την είδηση της αύξησης αλλά και από άλλους παράγοντες. Για να μετρήσουμε την επιρροή της ανακοίνωσης πρέπει να απομονώσουμε τις μεταβολές που οφείλονται σε άλλους παράγοντες.

Για να υπολογίσουμε την αναμενόμενη απόδοση την ημέρα  $t$  θα χρησιμοποιήσουμε το υπόδειγμα της «προσαρμοσμένης με το δείκτη της αγοράς, απόδοσης», το οποίο έχει χρησιμοποιηθεί στις περισσότερες μελέτες που εμπλέκονται με υπολογισμό έκτακτων αποδόσεων. Η χρησιμοποίηση του καθιστά τα αποτελέσματα μας συγκρίσιμα με πληθώρα προηγούμενων μελετών. Το υπόδειγμα υποθέτει ότι σε κάθε περίοδο  $t$  οι αναμενόμενες αποδόσεις είναι ίδιες για όλες τις μετοχές και όχι υποχρεωτικά σταθερές για κάθε μετοχή. Η αναμενόμενη απόδοση για κάθε μετοχή την περίοδο  $t$  δίνεται από την απόδοση της αγοράς την περίοδο  $t$ .

$$\text{Έκτακτη απόδοση} = \text{Απόδοση Μετοχής} - \text{Απόδοση Αγοράς}$$

Σαν απόδοση της αγοράς λαμβάνεται η απόδοση του Γενικού δείκτη τιμών του ΧΑΑ. Έτσι αν συμβολίσουμε με  $A_t$  την απόδοση της μετοχής την ημέρα  $t$ ,  $EA_t$  την έκτακτη απόδοση της μετοχής (δηλαδή η απόδοση που οφείλεται στην ανακοίνωση) και  $\Gamma\Delta_t$  την απόδοση της αγοράς την ημέρα  $t$ , τότε:

$$EA_t = A_t - \Gamma\Delta_t \quad (1)$$

Υπολογίζεται η Μέση έκτακτη απόδοση  $MEA_t$  για κάθε μια από τις 21 εξεταζόμενες ημέρες και στη συνέχεια εξετάζεται αν αυτή είναι στατιστικά σημαντική.

Κατόπιν υπολογίζονται οι αθροιστικές μέσες έκτακτες αποδόσεις  $AEA_t$  και ελέγχεται η στατιστική σπουδαιότητά τους<sup>11</sup>. Ο στατιστικός έλεγχος γίνεται με τη χρήση της μεταβλητής του student t-statistic.

$$t(EA) = \frac{EA_t}{S(EA_t)} \quad (2)$$

$$t(AEA) = \frac{AEA_t}{\sqrt{T} * S(EA_t)} \quad (3)$$

Όπου

$S(EA_t)$  Η τυπική απόκλιση του χαρτοφυλακίου των μέσων έκτακτων αποδόσεων κατά την περίοδο προσδιορισμού<sup>12</sup>. Η περίοδος προσδιορισμού περιλαμβάνει 100 ημέρες, από την ημέρα  $t=-140$  μέχρι την  $t=-41$  σε σχέση με την ημέρα ανακοίνωσης  $t=0$ .

$T = t_2 - t_1 + 1$  : όπου  $t_1$  η πρώτη μέρα της περιόδου που υπολογίζεται η αθροιστική μέση απόδοση και  $t_2$  η τελευταία μέρα.

## 7. ΠΕΡΙΓΡΑΦΗ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ

Το αρχικό δείγμα αποτελείται από 291 αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου που πραγματοποιήθηκαν την Περίοδο 1995-1998 από εταιρείες εισηγμένες στο ΧΑΑ. Στο δείγμα περιλαμβάνονται οι αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου με καταβολή μετρητών με

<sup>11</sup> Η μέση έκτακτη απόδοση και η αθροιστική έκτακτη απόδοση υπολογίζονται αντίστοιχα από τους

τύπους  $MEA_t = \frac{\sum_{k=1}^N EA_t^k}{N}$  και  $AEA_t = \sum_{k=-10}^t MEA_k$

<sup>12</sup> Η τυπική απόκλιση  $S(EA_t)$  δεν υπολογίζεται κατά την περίοδο του γεγονότος αφού αποδόσεις των μετοχών κατά την περίοδο αυτή ενδέχεται να επηρεάζονται θετικά ή αρνητικά από την ανακοίνωση της αύξησης μετοχικού κεφαλαίου και άρα η  $S(EA_t)$  να μην είναι αυτή που θα ήταν αν δεν γινόταν η αύξηση μ.κ.



τη χρήση δικαιώματος προτίμησης και οι αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου με διανομή δωρεάν μετοχών. Από το αρχικό δείγμα αποκλείστηκαν : 1) αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου προνομιούχων μετοχών 2) αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου που αποφασίστηκαν σε επαναληπτική γενική συνέλευση 3) αυξήσεις για τις οποίες δεν υπήρχαν εξακριβωμένα στοιχεία σχετικά με την ημερομηνία της ανακοίνωσης.

Το τελικό δείγμα αποτελείται από 209 αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου κοινών μετοχών την περίοδο 1995-1998. Το δείγμα αυτό έχει μεγάλο βαθμό ανομοιογένειας και η επεξεργασία του επιβάλλει το διαχωρισμό του σε μικρότερα δείγματα.

## 7.1 ΔΙΑΧΩΡΙΣΜΟΣ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ

Το τελικό δείγμα περιέχει αυξήσεις που πραγματοποιήθηκαν με διανομή δωρεάν μετοχών και αυξήσεις με δικαίωμα προτίμησης. Επίσης οι εταιρείες του δείγματος ανήκουν σε διαφορετικούς κλάδους δραστηριότητας. Για την καλύτερη επεξεργασία του διαχωρίζεται σε επιμέρους δείγματα ανάλογα με το είδος της αύξησης και τον κλάδο δραστηριότητας της επιχείρησης. Επίσης λαμβάνεται και ένα τυχαίο δείγμα 27 εταιρειών με σκοπό να διερευνηθεί η ύπαρξη θορύβου στα δεδομένα.

### 7.1.1 ΔΙΑΧΩΡΙΣΜΟΣ ΑΝΑΛΟΓΑ ΜΕ ΤΟ ΕΙΔΟΣ ΤΗΣ ΑΥΞΗΣΗΣ

Είδαμε ότι όταν μια επιχείρηση κάνει αύξηση μετοχικού κεφαλαίου, έχει οφέλη ή ζημιές που ποικίλουν ανάλογα με το είδος της αύξησης. Είναι λογικό λοιπόν οι επενδυτές να ενεργούν διαφορετικά στην είδηση για αύξηση μετοχικού κεφαλαίου με καταβολή μετρητών και διαφορετικά αν πρόκειται για κεφαλαιοποίηση αποθεματικών ή κεφαλαιοποίηση κερδών. Είναι λοιπόν επιβεβλημένο το δείγμα να χωριστεί, και να μελετηθούν ξεχωριστά τα επιμέρους δείγματα.

Επειδή για πρακτικούς λόγους είναι αδύνατο να γίνει πλήρης διαχωρισμός (μικρός αριθμός παρατηρήσεων), διαχωρίζουμε το δείγμα στις α)αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου με καταβολή μετρητών, β)αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου με Διανομή Δωρεάν μετοχών και γ)αυξήσεις Μετοχικού κεφαλαίου με καταβολή μετρητών και ταυτόχρονη Διανομή Δωρεάν μετοχών.

Από τις αυξήσεις του δείγματος 71 έγιναν με καταβολή μετρητών και 114 με διανομή δωρεάν μετοχών. Επιπλέον 24 από αυτές πραγματοποιήθηκαν με συνδυασμό

καταβολής μετρητών και ταυτόχρονης διανομής δωρεάν μετοχών. Στον Πίνακα 1 φαίνεται η κατανομή των αυξήσεων του δείγματος ανάλογα με τη μέθοδο που ακολουθήθηκε.

### 7.1.2. ΔΙΑΧΩΡΙΣΜΟΣ ΑΝΑΛΟΓΑ ΜΕ ΤΗΝ ΚΑΤΗΓΟΡΙΑ

Η Παράλληλη Αγορά του ΧΑΑ παρουσίαζε ελάχιστη συναλλακτική δραστηριότητα μέχρι το 1995. Για το λόγο αυτό οι προηγούμενες διατριβές πάνω στο συγκεκριμένο θέμα, δεν συμπεριέλαβαν εταιρείες της Παράλληλης Αγοράς του ΧΑΑ στο δείγμα τους.

Από το έτος 1995 και έπειτα η Παράλληλη Αγορά έχει γνωρίσει αλματώδη ανάπτυξη σε σημείο ώστε να καθίσταται δυνατή η επεξεργασία δείγματος που περιέχει εταιρείες αυτού του κλάδου. Παρά ταύτα η Παράλληλη Αγορά αποτελεί ένα νέο κλάδο με αρκετές ιδιομορφίες που για τα 2 συνεχή τελευταία χρόνια προσφέρει αποδόσεις υπερδιπλάσιες του Γενικού Δείκτη του ΧΑΑ. Για του λόγους αυτούς είναι λογικό να πιστεύουμε ότι το επενδυτικό κοινό αντιμετωπίζει τις εταιρείες της Παράλληλης Αγοράς με διαφορετικό τρόπο και γι αυτό είναι σκόπιμη η δημιουργία ενός ξεχωριστού δείγματος από εταιρείες της Παράλληλης Αγοράς.

Από τις 209 αυξήσεις του δείγματος 34 πραγματοποιήθηκαν από εταιρείες της Παράλληλης Αγοράς ενώ οι υπόλοιπες 175 από εταιρείες της Κύριας Αγοράς του Χ.Α.Α.

<b>ΠΙΝΑΚΑΣ 1</b>						
<b>ΚΑΤΑΝΟΜΗ ΑΥΞΗΣΕΩΝ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΕΙΣΗΓΜΕΝΩΝ ΣΤΟ</b>						
<b>ΣΤΗΝ ΚΥΡΙΑ ΚΑΙ ΤΗΝ ΠΑΡΑΛΛΗΛΗ ΑΓΟΡΑ ΤΟΥ Χ.Α.Α</b>						
<b>ΑΝΑΛΟΓΑ ΜΕ ΤΟΝ ΤΡΟΠΟ ΑΥΞΗΣΗΣ</b>						
<b>ΠΕΡΙΟΔΟΣ 1995 -1998</b>						
		1995	1996	1997	1998	ΣΥΝΟΛΟ
<b>ΚΥΡΙΑ ΑΓΟΡΑ</b>	ΑΥΞΗΣΗ ΜΕ ΚΑΤΑΒΟΛΗ ΜΕΤΡΗΤΩΝ	7	8	34	13	62
	ΑΥΞΗΣΗ ΜΕ ΚΑΤΑΒΟΛΗ ΜΕΤΡΗΤΩΝ ΚΑΙ ΤΑΥΤΟΧΡΟΝΗ ΔΙΑΝΟΜΗ ΔΩΡΕΑΝ ΜΕΤΟΧΩΝ	2	3	6	13	24
	ΑΥΞΗΣΗ ΜΕ ΔΙΑΝΟΜΗ ΔΩΡΕΑΝ ΜΕΤΟΧΩΝ	7	10	46	26	89
<b>ΠΑΡΑΛΛΗΛΗ ΑΓΟΡΑ</b>	ΑΥΞΗΣΗ ΜΕ ΚΑΤΑΒΟΛΗ ΜΕΤΡΗΤΩΝ	3	0	6	0	9
	ΑΥΞΗΣΗ ΜΕ ΔΙΑΝΟΜΗ ΔΩΡΕΑΝ ΜΕΤΟΧΩΝ	1	3	11	10	25
	<b>ΣΥΝΟΛΟ</b>	<b>20</b>	<b>24</b>	<b>103</b>	<b>62</b>	<b>209</b>

Ο διαχωρισμός των δειγμάτων προς εξέταση είναι ο εξής:

- 1) Συνολικό Δείγμα (Μέγεθος δείγματος 209).
- 2) Αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου με δικαιώματα προτίμησης εταιρειών της Κύριας Αγοράς (Μέγεθος δείγματος 62).
- 3) Αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου με διανομή δωρεάν μετοχών εταιρειών της Κύριας Αγοράς (Μέγεθος δείγματος 89).
- 4) Αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου με δικαιώματα προτίμησης εταιρειών της Παράλληλης Αγοράς (Μέγεθος δείγματος 9). Το συγκεκριμένο δείγμα δεν θα εξεταστεί ως προς τα αποτελέσματα λόγω του μικρού μεγέθους του.
- 5) Αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου με διανομή δωρεάν μετοχών εταιρειών της Παράλληλης Αγοράς του ΧΑΑ (Μέγεθος δείγματος 25).

6) Αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου με καταβολή μετρητών και ταυτόχρονη διανομή δωρεάν μετοχών εταιρειών της Κύριας του ΧΑΑ (Μέγεθος δείγματος 24).

7) Τυχαίο δείγμα εταιρειών εισηγμένων στο Χ.Α.Α (Μέγεθος δείγματος 27).

Στον Πίνακα 3 φαίνεται η κατανομή των αυξήσεων του δείγματος ανάλογα με τον κλάδο δραστηριότητας των επιχειρήσεων. Είναι φανερή η αύξηση της συχνότητας των αυξήσεων μετοχικού κεφαλαίου τα δύο τελευταία έτη όπου και έγιναν 103 και 62 αυξήσεις αντίστοιχα. Παρατηρούμε ότι οι περισσότερες αυξήσεις σημειώθηκαν στους κλάδους των μεταλλουργικών και των κατασκευαστικών επιχειρήσεων.

ΠΙΝΑΚΑΣ 2			
ΣΗΜΑΝΤΙΚΕΣ ΗΜΕΡΟΜΗΝΙΕΣ (Η) ΚΑΤΑ ΤΗΝ ΑΥΞΗΣΗ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΑΠΟ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ ΕΙΣΗΓΜΕΝΕΣ ΣΤΟ Χ.Α.Α.			
H <sub>1</sub>	H <sub>2</sub>	H <sub>3</sub>	H <sub>4</sub>
Απόφαση Δ.Σ να προταθεί αύξηση Μ.Κ.	Δημοσίευση πρόσκλησης που καλεί τους μετόχους σε Γ.Σ.	Γ.Σ. Μετόχων αποφασίζει την αύξηση Μ.Κ.	Αποκοπή δικαιώματος συμμετοχής στην αύξηση

Στον Πίνακα 2 παρουσιάζονται οι σημαντικότερες ημερομηνίες κατά τη διαδικασία της αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου μιας επιχείρησης.

ΠΙΝΑΚΑΣ 3					
ΑΡΙΘΜΟΣ ΑΥΞΗΣΕΩΝ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΚΑΤΑ ΚΛΑΔΟ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΑΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΠΕΡΙΟΔΟΣ 1995-1998					
ΚΛΑΔΟΣ	1995	1996	1997	1998	ΣΥΝΟΛΟ
ΤΡΑΠΕΖΕΣ		3	10	3	16
ΑΣΦΑΛΕΙΕΣ		1	1		2
ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ	1	2	6	5	14
ΚΛΩΣΤΟΥΦΑΝΤΟΥΡΓΙΕΣ	1	1	5	2	9
ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ			4		4
ΟΙΚΟΔΟΜΗΣΙΜΩΝ ΥΛΩΝ		1	2	1	4
ΦΑΡΜΑΚΩΝ & ΚΑΛΛΥΝΤΙΚΩΝ		1	3	3	7
ΜΕΤΑΛΛΟΥΡΓΙΚΕΣ	2	4	17	10	33
ΑΛΕΥΡΟΠΟΙΗΤΙΚΕΣ			1	1	2
ΕΙΔΩΝ ΔΙΑΤΡΟΦΗΣ	1	1	8	6	16
ΕΥΛΟΥ					0
ΤΗΛΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΩΝ					0
ΜΕΣΑ ΜΑΖΙΚΗΣ ΕΝΗΜΕΡΩΣΗΣ				1	1
ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗΣ		1		2	5
LEASING			1	2	3
ΚΑΠΝΟΥ			1		2
ΧΗΜΙΚΩΝ ΠΡΟΙΟΝΤΩΝ				1	1
ΚΑΤΑΣΚΕΥΑΣΤΙΚΕΣ	6	4	15	5	30
ΞΕΝΟΔΟΧΕΙΑ			1		1
ΨΥΓΕΙΑ					0
ΝΑΥΤΙΛΙΑΚΕΣ			1	1	2
ΣΥΣΚΕΥΑΣΙΑΣ			1	1	4
ΔΙΑΦΟΡΕΣ	1	2	3	4	10
ΠΑΡΑΛΛΗΛΗ ΑΓΟΡΑ	5	3	21	14	43
<b>ΣΥΝΟΛΟ</b>	<b>20</b>	<b>24</b>	<b>103</b>	<b>62</b>	<b>209</b>

## 8. ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ

Στον Πίνακα 4 φαίνονται οι μέσες έκτακτες αποδόσεις (ΕΑ), οι αθροιστικές μέσες έκτακτες αποδόσεις (ΑΕΑ) καθώς και οι συντελεστές t-statistic των μέσων έκτακτων αποδόσεων  $t[EA]$ , 62 εταιρειών που έκαναν αύξηση μετοχικού κεφαλαίου με καταβολή μετρητών και δικαίωμα προτίμησης των παλαιών μετόχων την Περίοδο 1995-1998. Οι αποδόσεις ΕΑ και ΑΕΑ αναφέρονται στην εξεταζόμενη περίοδο η οποία περιλαμβάνει τις 10 προηγούμενες και τις δέκα επόμενες ημέρες από την

ανακοίνωση της πρόσκλησης των μετόχων της εταιρείας σε Γενική Συνέλευση με θέμα την αύξηση μετοχικού κεφαλαίου.

Παρατηρούμε στον Πίνακα 4 ότι κατά την περίοδο 1 δηλαδή μια ημέρα μετά την ανακοίνωση η έκτακτη απόδοση είναι (0,76%) με τον αντίστοιχο συντελεστή  $t$  ίσο με 2,11 καθιστώντας την παρατήρηση στατιστικά σημαντική σε όλα τα επίπεδα σημαντικότητας, ενώ κατά την ημέρα της ανακοίνωσης υπάρχει θετική έκτακτη απόδοση (0,53%) σημαντική σε επίπεδο σημαντικότητας 0,1. Η αθροιστική έκτακτη απόδοση στις 21 ημέρες της εξεταζόμενης περιόδου ανέρχεται σε (4,41%). Η θετική έκτακτη απόδοση εστιάζεται κυρίως στην περίοδο  $-3$  έως  $+3$  γύρω από την ημερομηνία ανακοίνωσης<sup>13</sup>.

Ο Πίνακας 5 παρουσιάζει ανάλογα ευρήματα για 89 εταιρείες της Κύριας Αγοράς του Χ.Α.Α που έκαναν αύξηση μετοχικού κεφαλαίου με Διανομή Δωρεάν Μετοχών στην Περίοδο 1995-1998. Εδώ η έκτακτη απόδοση την ημέρα της ανακοίνωσης είναι αρνητική (-0,08%) αλλά στατιστικά ασήμαντη. Θετικές αποδόσεις (0,79%) και (0,6%) εμφανίζονται δυο και μία ημέρες αντίστοιχα πριν από την ημέρα της ανακοίνωσης ενώ είναι στατιστικά σημαντικές στα επίπεδα σημαντικότητας 0,01 και 0,05 αντίστοιχα. Η αθροιστική έκτακτη απόδοση (ΑΕΑ) της εξεταζόμενης περιόδου ανέρχεται σε (2,17%).

Στον Πίνακα 6 βλέπουμε τα αποτελέσματα της μελέτης για 24 εταιρείες που την Περίοδο 1995-1998 έκαναν αύξηση μετοχικού κεφαλαίου με καταβολή μετρητών σε συνδυασμό με διανομή δωρεάν μετοχών. Παρατηρούμε ότι τις Περιόδους  $-1$  και  $-2$  δηλαδή μια και δυο μέρες πριν από την ανακοίνωση, εμφανίζονται έκτακτες αποδόσεις (1,32%) και (1,029%) αντίστοιχα οι οποίες είναι στατιστικά σημαντικές σε όλα τα επίπεδα σημαντικότητας. Η αθροιστική έκτακτη απόδοση (ΑΕΑ) της εξεταζόμενης περιόδου ανέρχεται σε (7,17%) καταδεικνύοντας ότι οι παραπάνω εταιρείες παρουσίασαν την εξεταζόμενη Περίοδο απόδοση αρκετά μεγαλύτερη από την απόδοση της αγοράς. Η αθροιστική έκτακτη απόδοση της περιόδου  $-10$  έως 0 είναι 3,5% υποδηλώνοντας ότι οι θετικές έκτακτες αποδόσεις είναι ομοίμορφα διεσπαρμένες γύρω από την ημέρα ανακοίνωσης.

Ο Πίνακας 7 παρουσιάζει τα αποτελέσματα της μελέτης για 25 εταιρείες της Παράλληλης Αγοράς του Χ.Α.Α οι οποίες διένειμαν δωρεάν μετοχές στους παλαιούς

<sup>13</sup> Σάν ημερομηνία ανακοίνωσης λαμβάνεται η πρόσκληση των μετόχων σε Γ.Σ. με θέμα την αύξηση μετοχικού κεφαλαίου

τους μετόχους την Περίοδο 1995-1998. Τα αποτελέσματα δεν διαφοροποιούνται σημαντικά από αυτά της Κύριας Αγοράς (Πίνακας 5) έτσι η αθροιστική έκτακτη απόδοση (ΑΕΑ) της εξεταζόμενης περιόδου ανέρχεται σε (4,56%). Κατά την ημέρα της ανακοίνωσης υπάρχει θετική έκτακτη απόδοση (0,64%) η οποία όμως είναι στατιστικά ασήμαντη. Παράλληλα οι συντελεστές t-statistic των έκτακτων αποδόσεων είναι αισθητά μειωμένοι από τον Πίνακα 5 πλήττοντας τη στατιστική σημαντικότητα των αποτελεσμάτων.

Στον Πίνακα 8 παρουσιάζονται τα αποτελέσματα της μελέτης του συνολικού δείγματος όπου παρατηρούμε ότι στατιστικά σημαντικές θετικές έκτακτες αποδόσεις παρουσιάζονται γύρω από την ημερομηνία ανακοίνωσης. Συγκεκριμένα την ημέρα 0 παρατηρείται έκτακτη απόδοση (0,28%) στατιστικά σημαντική σε επίπεδο 0,1. Η αθροιστική έκτακτη απόδοση 11 ημερών είναι (3,79%) ενώ η αθροιστική 4 ημερών [-2, 1] είναι (1,63%).

Στον Πίνακα 9 παρατηρούμε τα αποτελέσματα της μελέτης του τυχαίου δείγματος των 27 εταιρειών. Είναι χαρακτηριστική η απουσία στατιστικά σημαντικών έκτακτων αποδόσεων για όλες τις περιόδους. Την περίοδο 0 παρατηρείται έκτακτη απόδοση (-0,5%), ενώ η αθροιστική μέση έκτακτη απόδοση των 11 ημερών είναι (-4,7%).

## 9. ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

---

Η μελέτη αυτή ασχολήθηκε με τις αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου εταιρειών εισηγμένων στο Χ.Α.Α και ερεύνησε τη χρηματιστηριακή μεταβολή των τιμών τους. Το δείγμα αποτελείται εταιρείες που έκαναν αύξηση μετοχικού κεφαλαίου την Περίοδο 1995-1998. Το συνολικό δείγμα διαχωρίστηκε

- α) στις εταιρείες της κύριας αγοράς που έκαναν αύξηση με διανομή δωρεάν μετοχών,
- β) στις εταιρείες της κύριας αγοράς που έκαναν αύξηση με καταβολή μετρητών,
- γ) στις εταιρείες που έκαναν αύξηση με καταβολή μετρητών και ταυτόχρονη διανομή δωρεάν μετοχών και

δ)στις εταιρείες της Παράλληλης Αγοράς του Χ.Α.Α που έκαναν αύξηση με διανομή δωρεάν μετοχών.

Η επεξεργασία του δείγματος με τις Διανομές Δωρεάν Μετοχών έδειξε ότι δεν υπάρχει σημαντική χρηματιστηριακή μεταβολή. Το αποτέλεσμα αυτό συμφωνεί με την προηγούμενη μελέτη των Ν. Τραυλού, Γ. Παπαιωάνου και Ν. Τσαγκαράκη το 1995 αλλά έρχονται σε αντίθεση με εκείνα αντίστοιχων μελετών στις ΗΠΑ τον Καναδά και την Ιαπωνία<sup>14</sup>. Φαίνεται να υπάρχει μια διαφορετική αντίδραση των επενδυτών στην Ελλάδα από εκείνη που έχει παρατηρηθεί στο εξωτερικό. Μια εξήγηση της διαφοράς αυτής είναι το πληροφοριακό περιεχόμενο των ΔΔΜ στις ΗΠΑ και τον Καναδά. Στις κεφαλαιαγορές αυτές οι αποφάσεις για διανομή δωρεάν μετοχών βρίσκονται στη διακριτική ευχέρεια των επιχειρήσεων. Έτσι η απόφαση μιας εταιρείας για διανομή δωρεάν μετοχών λαμβάνεται από τους επενδυτές σαν ένα θετικό για τα μελλοντικά της κέρδη. Αντίθετα στην Ελλάδα όπου στις περισσότερες περιπτώσεις οι ΔΔΜ επιβάλλονται από το νόμο, η ανακοίνωση τους δεν περιέχει κάποιο νέο για την πορεία της επιχείρησης.

Στην περίπτωση της πραγματικής αύξησης με καταβολή μετρητών υπάρχει θετική έκτακτη απόδοση η οποία είναι στατιστικά σημαντική. Αυτό έρχεται σε αντίθεση με τα αποτελέσματα των Nelson [1965], Scholes [1972] και Kothare [1991] στις ΗΠΑ. Έρχεται σε συμφωνία με τα αποτελέσματα των Smith [1977], Ekbo and Masulis [1987] (για το δείγμα που δεν χρησιμοποιεί ανάδοχο), Τσαγκαράκη [1993] και Goyal, Yang, Jayaraman and Shastri [1994], όμως η αθροιστική μέση έκτακτη απόδοση είναι σημαντικά μικρότερη από εκείνη προηγούμενων μελετών<sup>15</sup>.

Τα αποτελέσματα φανερώνουν ότι δεν ισχύει η υπόθεση συμπίεσης τιμής και η θεωρία της επίδρασης της φορολογίας. Αντίθετα επαληθεύονται οι θεωρίες της ασυμμετρίας πληροφοριών και της επίδρασης του κόστους αντιπροσώπευσης.

Η επεξεργασία του δείγματος των αυξήσεων με καταβολή μετρητών και ταυτόχρονη διανομή δωρεάν μετοχών έδειξε ότι υπάρχει αρκετά σημαντική χρηματιστηριακή μεταβολή η οποία είναι και στατιστικά σημαντική. Το συγκεκριμένο δείγμα όμως εμπεριέχει δυο διαφορετικές πληροφορίες και η επεξεργασία του έχει καθαρά στατιστικό χαρακτήρα.

<sup>14</sup> Dhatt, Kim and Mukherji [1994], Kryzanowski and Zhang [1993], Grinblatt, Masulis και Titman [1984] και Foster and Vickrey [1978]

<sup>15</sup> Τσαγκαράκης [1993]



Στο δείγμα των ΔΔΜ των εταιρειών της Παράλληλης Αγοράς παρατηρήθηκε μικρή χρηματιστηριακή μεταβολή η οποία όμως είναι στατιστικά ασήμαντη.

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ  
ΠΙΝΑΚΕΣ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ  
Πανεπιστήμιο Πειραιώς

ΜΕΤΕΣ ΕΠΙΤΑΚΤΕΣ ΑΝΩΤΕΡΗΣ ΚΑΤΗΓΟΡΙΑΣ  
 ΑΠΡΟΣΙΤΗΡΕΣ ΜΕΛΕΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ  
 ΚΑΙ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΟ ΤΥΡΩΜΑΤΟΣ  
 ΓΙΑ ΠΕΡΙΟΔΟ 10 ΗΜΕΡΩΝ ΠΡΟΧΕΙΡΟΤΗΡΑ  
 ΑΝΑΚΟΙΝΩΣΕΙΣ ΠΡΑΓΜΑΤΙΚΗΣ ΚΙΝΗΣΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ  
 ΜΕ ΔΙΚΑΙΩΜΑ ΠΡΟΤΙΜΟΤΗΤΑΣ ΤΩΝ  
 ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΕΙΣΦΕΡΟΥΣΑΝΤΩΝ  
 ΜΕΤΕΧΟΥΣ ΔΕΔΕΓΜΕΝΩΝ

# ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Α

## ΠΙΝΑΚΕΣ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ

Πανεπιστήμιο Θεσσαλίας

\* Σημειώνεται ότι οι αριθμοί που εμφανίζονται στον πίνακα είναι ενδεικτικοί και δεν αποτελούν στοιχεία για επένδυση.  
 \*\* Σημειώνεται ότι οι αριθμοί που εμφανίζονται στον πίνακα είναι ενδεικτικοί και δεν αποτελούν στοιχεία για επένδυση.  
 \*\*\* Σημειώνεται ότι οι αριθμοί που εμφανίζονται στον πίνακα είναι ενδεικτικοί και δεν αποτελούν στοιχεία για επένδυση.

**ΠΙΝΑΚΑΣ 4**

ΜΕΣΕΣ ΕΚΤΑΚΤΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΚΟΙΝΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ (ΕΑ),  
 ΑΘΡΟΙΣΤΙΚΕΣ ΜΕΣΕΣ ΕΚΤΑΚΤΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ (ΑΕΑ)  
 ΚΑΙ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΟΙ ΣΥΝΤΕΛΕΣΤΕΣ  $t$  (  $t[ΕΑ]$  )  
 ΓΙΑ ΠΕΡΙΟΔΟ 10 ΗΜΕΡΩΝ ΠΡΙΝ ΚΑΙ ΜΕΤΑ ΤΗΝ ΗΜΕΡΟΜΗΝΙΑ  
 ΑΝΑΚΟΙΝΩΣΗΣ ΠΡΑΓΜΑΤΙΚΗΣ ΑΥΞΗΣΗΣ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ  
 ΜΕ ΔΙΚΑΙΩΜΑ ΠΡΟΤΙΜΗΣΗΣ ΤΩΝ ΠΑΛΑΙΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ  
 ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΕΙΣΗΓΜΕΝΩΝ ΣΤΟ Χ.Α.Α  
 ΜΕΓΕΘΟΣ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ=62  
 ΠΕΡΙΟΔΟΣ 1995 - 1998

ΠΕΡΙΟΔΟΣ	N	ΘΕΤΙΚΑ	ΑΡΝΗΤΙΚΑ	ΕΑ	ΑΕΑ	$t[ΕΑ]$
-10	62	32	30	0,0003	0,0003	0,0973
-9	62	31	31	0,0010	0,0014	0,2849
-8	62	37	24	0,0073	0,0087	2,0425 ***
-7	62	23	39	-0,0048	0,0039	-1,3381 *
-6	62	29	32	0,0026	0,0065	0,7317
-5	62	28	34	0,0007	0,0072	0,1837
-4	62	33	29	-0,0016	0,0056	-0,4354
-3	62	36	24	0,0014	0,0070	0,3904
-2	62	34	27	0,0047	0,0117	1,3029 *
-1	62	36	26	0,0050	0,0166	1,3839 *
0	62	33	29	0,0053	0,0219	1,4718 *
1	62	35	27	0,0076	0,0295	2,1132 ***
2	62	36	26	0,0043	0,0337	1,1914
3	62	27	34	-0,0011	0,0326	-0,3149
4	62	28	32	0,0000	0,0326	0,0072
5	62	29	31	-0,0038	0,0289	-1,0508
6	62	28	33	0,0030	0,0319	0,8367
7	62	29	32	-0,0007	0,0312	-0,1961
8	62	32	29	0,0055	0,0366	1,5240
9	62	30	32	0,0025	0,0391	0,6975
10	62	37	25	0,0041	0,0432	1,1473

\* Στατιστικά Σημαντικά στο επίπεδο 0,10

\*\* Στατιστικά Σημαντικά στο επίπεδο 0,05

\*\*\* Στατιστικά Σημαντικά στο επίπεδο 0,01

## ΠΙΝΑΚΑΣ 5

ΜΕΣΕΣ ΕΚΤΑΚΤΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΚΟΙΝΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ (ΕΑ),  
 ΑΘΡΟΙΣΤΙΚΕΣ ΜΕΣΕΣ ΕΚΤΑΚΤΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ (ΑΕΑ)  
 ΚΑΙ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΟΙ ΣΥΝΤΕΛΕΣΤΕΣ  $t$  ( $t[ΕΑ]$ )  
 ΓΙΑ ΠΕΡΙΟΔΟ 10 ΗΜΕΡΩΝ ΠΡΙΝ ΚΑΙ ΜΕΤΑ ΤΗΝ ΗΜΕΡΟΜΗΝΙΑ  
 ΑΝΑΚΟΙΝΩΣΗΣ ΑΥΞΗΣΗΣ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ  
 ΜΕ ΔΙΑΝΟΜΗ ΔΩΡΕΑΝ ΜΕΤΟΧΩΝ  
 ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΕΙΣΗΓΜΕΝΩΝ ΣΤΗΝ ΚΥΡΙΑ ΑΓΟΡΑ ΤΟΥ Χ.Α.Α  
 ΜΕΓΕΘΟΣ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ=89  
 ΠΕΡΙΟΔΟΣ 1995 - 1998

ΠΕΡΙΟΔΟΣ	N	ΘΕΤΙΚΑ	ΑΡΝΗΤΙΚΑ	ΕΑ	ΑΕΑ	$t[ΕΑ]$
-10	89	48	41	0,00304	0,00304	0,96257
-9	89	46	40	0,00369	0,00673	1,16700
-8	89	42	46	0,00377	0,01050	1,19285
-7	89	38	51	-0,00102	0,00948	-0,32150
-6	89	35	54	-0,00334	0,00615	-1,05599
-5	89	37	51	-0,00325	0,00290	-1,02820
-4	89	38	50	0,00030	0,00320	0,09616
-3	89	30	59	-0,00199	0,00121	-0,62995
-2	89	45	44	0,00799	0,00920	2,52861 ***
-1	89	51	38	0,00608	0,01528	1,92481 **
0	89	46	42	-0,00087	0,01441	-0,27682
1	89	52	35	0,00460	0,01901	1,45690 *
2	89	38	51	-0,00253	0,01649	-0,79979
3	89	43	46	0,00023	0,01671	0,07201
4	89	41	47	-0,00035	0,01636	-0,11225
5	89	40	47	0,00197	0,01833	0,62472
6	89	43	46	0,00361	0,02194	1,14096
7	89	45	44	0,00095	0,02289	0,30103
8	89	35	54	-0,00101	0,02188	-0,31930
9	89	41	48	-0,00101	0,02087	-0,31897
10	89	39	50	0,00087	0,02174	0,27517

\* Στατιστικά Σημαντικά στο επίπεδο 0,10

\*\* Στατιστικά Σημαντικά στο επίπεδο 0,05

\*\*\* Στατιστικά Σημαντικά στο επίπεδο 0,01

## ΠΙΝΑΚΑΣ 6

ΜΕΣΕΣ ΕΚΤΑΚΤΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΚΟΙΝΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ (ΕΑ),

ΑΘΡΟΙΣΤΙΚΕΣ ΜΕΣΕΣ ΕΚΤΑΚΤΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ (ΑΕΑ)

ΚΑΙ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΟΙ ΣΥΝΤΕΛΕΣΤΕΣ  $t$  (  $t[ΕΑ]$  )ΓΙΑ ΠΕΡΙΟΔΟ 10 ΗΜΕΡΩΝ ΠΡΙΝ ΚΑΙ ΜΕΤΑ ΤΗΝ ΗΜΕΡΟΜΗΝΙΑ  
ΑΝΑΚΟΙΝΩΣΗΣ ΑΥΞΗΣΗΣ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΜΕ ΚΑΤΑΒΟΛΗ ΜΕΤΡΗΤΩΝ  
ΜΕ ΔΙΚΑΙΩΜΑ ΠΡΟΤΙΜΗΣΗΣ ΚΑΙ ΤΑΥΤΟΧΡΟΝΗ ΔΙΑΝΟΜΗ ΔΩΡΕΑΝ ΜΕΤΟΧΩΝ  
ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΕΙΣΗΓΜΕΝΩΝ ΣΤΟ Χ.Α.Α

ΜΕΓΕΘΟΣ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ=24

ΠΕΡΙΟΔΟΣ 1995 - 1998

ΠΕΡΙΟΔΟΣ	N	ΘΕΤΙΚΑ	ΑΡΝΗΤΙΚΑ	ΕΑ	ΑΕΑ	$t[ΕΑ]$
-10	23	11	12	-0,00548	-0,00548	-1,10810
-9	24	10	14	-0,00391	-0,00939	-0,79065
-8	24	15	9	0,00015	-0,00924	0,03115
-7	24	14	10	0,01273	0,00349	2,57392 ***
-6	24	11	13	-0,00091	0,00258	-0,18468
-5	24	11	13	-0,00112	0,00146	-0,22650
-4	24	12	12	0,00397	0,00543	0,80228
-3	24	13	11	0,00265	0,00807	0,53484
-2	24	14	10	0,01029	0,01836	2,07938 ***
-1	24	14	10	0,01324	0,03159	2,67586 ***
0	24	14	10	0,00436	0,03595	0,88078
1	24	10	14	-0,00464	0,03131	-0,93741
2	24	13	11	0,00177	0,03309	0,35881
3	24	11	13	0,00091	0,03400	0,18373
4	24	11	13	-0,00006	0,03394	-0,01236
5	24	11	13	0,00086	0,03480	0,17371
6	24	14	10	0,01505	0,04984	3,04170 ***
7	24	14	9	0,00258	0,05242	0,52180
8	24	12	12	0,00737	0,05979	1,48913 *
9	24	17	7	0,00980	0,06959	1,98206 **
10	23	11	12	0,00214	0,07173	0,43293

\* Στατιστικά Σημαντικά στο επίπεδο 0,10

\*\* Στατιστικά Σημαντικά στο επίπεδο 0,05

\*\*\* Στατιστικά Σημαντικά στο επίπεδο 0,01

## ΠΙΝΑΚΑΣ 7

ΜΕΣΕΣ ΕΚΤΑΚΤΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΚΟΙΝΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ (ΕΑ),  
 ΑΘΡΟΙΣΤΙΚΕΣ ΜΕΣΕΣ ΕΚΤΑΚΤΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ (ΑΕΑ)  
 ΚΑΙ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΟΙ ΣΥΝΤΕΛΕΣΤΕΣ  $t$  ( $t[ΕΑ]$ )  
 ΓΙΑ ΠΕΡΙΟΔΟ 10 ΗΜΕΡΩΝ ΠΡΙΝ ΚΑΙ ΜΕΤΑ ΤΗΝ ΗΜΕΡΟΜΗΝΙΑ  
 ΑΝΑΚΟΙΝΩΣΗΣ ΑΥΞΗΣΗΣ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ  
 ΜΕ ΔΙΑΝΟΜΗ ΔΩΡΕΑΝ ΜΕΤΟΧΩΝ  
 ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΕΙΣΗΓΜΕΝΩΝ ΣΤΗΝ ΠΑΡΑΛΛΗΛΗ ΑΓΟΡΑ ΤΟΥ Χ.Α.Α  
 ΜΕΓΕΘΟΣ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ=25  
 ΠΕΡΙΟΔΟΣ 1995 - 1998

ΠΕΡΙΟΔΟΣ	N	ΘΕΤΙΚΑ	ΑΡΝΗΤΙΚΑ	ΕΑ	ΑΕΑ	$t[ΕΑ]$
-10	25	12	13	0,00024	0,00024	0,04298
-9	25	9	16	-0,00408	-0,00384	-0,74166
-8	25	11	14	-0,00277	-0,00662	-0,50383
-7	25	6	19	-0,00447	-0,01109	-0,81233
-6	25	11	13	0,00251	-0,00858	0,45614
-5	25	10	15	-0,00398	-0,01256	-0,72396
-4	25	12	13	0,00046	-0,01210	0,08366
-3	25	14	11	0,00563	-0,00647	1,02398
-2	25	13	12	0,00174	-0,00473	0,31603
-1	25	17	8	0,00826	0,00353	1,50055 *
0	25	13	12	0,00642	0,00995	1,16608
1	25	13	12	0,00804	0,01798	1,46075 *
2	25	11	14	0,00725	0,02524	1,31797 *
3	25	13	12	0,00368	0,02892	0,66937
4	25	12	13	-0,00167	0,02725	-0,30408
5	25	10	15	-0,00431	0,02294	-0,78307
6	25	11	14	-0,00406	0,01888	-0,73731
7	25	8	17	0,00058	0,01946	0,10578
8	25	8	17	0,00505	0,02451	0,91740
9	25	15	10	0,01447	0,03898	2,62895 ***
10	25	16	9	0,00662	0,04560	1,20326

\* Στατιστικά Σημαντικά στο επίπεδο 0,10

\*\* Στατιστικά Σημαντικά στο επίπεδο 0,05

\*\*\* Στατιστικά Σημαντικά στο επίπεδο 0,01

**ΠΙΝΑΚΑΣ 8**

ΜΕΣΕΣ ΕΚΤΑΚΤΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΚΟΙΝΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ (ΕΑ),  
 ΑΘΡΟΙΣΤΙΚΕΣ ΜΕΣΕΣ ΕΚΤΑΚΤΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ (ΑΕΑ)  
 ΚΑΙ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΟΙ ΣΥΝΤΕΛΕΣΤΕΣ  $t$  (  $t[ΕΑ]$  )  
 ΓΙΑ ΠΕΡΙΟΔΟ 10 ΗΜΕΡΩΝ ΠΡΙΝ ΚΑΙ ΜΕΤΑ ΤΗΝ ΗΜΕΡΟΜΗΝΙΑ  
 ΑΝΑΚΟΙΝΩΣΗΣ ΑΥΞΗΣΗΣ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ  
 ( ΣΥΝΟΛΙΚΟ ΔΕΙΓΜΑ )  
 ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΕΙΣΗΓΜΕΝΩΝ ΣΤΗΝ ΚΥΡΙΑ ΚΑΙ ΤΗΝ ΠΑΡΑΛΛΗΛΗ ΑΓΟΡΑ ΤΟΥ Χ.Α.Α  
 ΜΕΓΕΘΟΣ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ=209  
 ΠΕΡΙΟΔΟΣ 1995 - 1998

ΠΕΡΙΟΔΟΣ	N	ΘΕΤΙΚΑ	ΑΡΝΗΤΙΚΑ	ΕΑ	ΑΕΑ	$t[ΕΑ]$
-10	208	108	100	0,00094	0,00094	0,43814
-9	209	102	104	0,00120	0,00213	0,55795
-8	209	109	98	0,00331	0,00544	1,54265 *
-7	209	86	123	-0,00112	0,00432	-0,52383
-6	209	90	117	-0,00054	0,00378	-0,25299
-5	209	89	119	-0,00191	0,00187	-0,89100
-4	209	98	110	-0,00017	0,00170	-0,07836
-3	209	101	106	0,00057	0,00227	0,26523
-2	209	110	98	0,00604	0,00830	2,81736 ***
-1	209	123	86	0,00668	0,01498	3,11722 ***
0	209	113	95	0,00280	0,01778	1,30709 *
1	209	117	90	0,00485	0,02263	2,26206 ***
2	209	102	107	0,00109	0,02372	0,50993
3	209	96	112	0,00005	0,02377	0,02278
4	209	96	110	-0,00072	0,02305	-0,33775
5	209	96	108	-0,00041	0,02264	-0,18902
6	209	100	108	0,00390	0,02654	1,81971 **
7	209	102	105	0,00079	0,02733	0,36804
8	209	93	115	0,00349	0,03082	1,62728 **
9	209	108	101	0,00396	0,03477	1,84629 **
10	208	109	99	0,00313	0,03790	1,45977 *

\* Στατιστικά Σημαντικά στο επίπεδο 0,10  
 \*\* Στατιστικά Σημαντικά στο επίπεδο 0,05  
 \*\*\* Στατιστικά Σημαντικά στο επίπεδο 0,01

## ΠΙΝΑΚΑΣ 9

ΜΕΣΕΣ ΕΚΤΑΚΤΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΚΟΙΝΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ (ΕΑ),  
 ΑΘΡΟΙΣΤΙΚΕΣ ΜΕΣΕΣ ΕΚΤΑΚΤΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ (ΑΕΑ)  
 ΚΑΙ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΟΙ ΣΥΝΤΕΛΕΣΤΕΣ  $t$  (  $t[ΕΑ]$  )  
 ΓΙΑ ΠΕΡΙΟΔΟ 10 ΗΜΕΡΩΝ ΠΡΙΝ ΚΑΙ ΜΕΤΑ ΑΠΟ ΜΙΑ ΤΥΧΑΙΑ ΗΜΕΡΟΜΗΝΙΑ  
 ΕΝΟΣ ΤΥΧΑΙΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΕΙΣΗΜΕΝΩΝ  
 ΣΤΗΝ ΚΥΡΙΑ ΑΓΟΡΑ ΤΟΥ Χ.Α.Α  
 ΜΕΓΕΘΟΣ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ=27  
 ΠΕΡΙΟΔΟΣ 1995 - 1998

ΠΕΡΙΟΔΟΣ	N	ΘΕΤΙΚΑ	ΑΡΝΗΤΙΚΑ	ΕΑ	ΑΕΑ	$t[ΕΑ]$
-10	27	15	12	-0,00463	-0,00463	-0,42688
-9	27	8	19	-0,00652	-0,01115	-0,60145
-8	27	8	19	-0,00418	-0,01533	-0,38595
-7	27	12	15	-0,00034	-0,01567	-0,03142
-6	27	3	24	-0,00386	-0,01953	-0,35582
-5	27	6	21	-0,00710	-0,02663	-0,65503
-4	27	19	8	0,00335	-0,02328	0,30906
-3	27	18	9	0,00290	-0,02038	0,26783
-2	27	10	17	-0,00451	-0,02489	-0,41616
-1	27	11	16	0,00058	-0,02431	0,05324
0	27	3	24	-0,00501	-0,02932	-0,46251
1	27	9	9	0,00084	-0,02848	0,07753
2	27	5	22	-0,01221	-0,04069	-1,12642
3	27	11	16	-0,00492	-0,04562	-0,45398
4	27	14	13	0,00113	-0,04449	0,10390
5	27	16	11	-0,00008	-0,04457	-0,00754
6	27	15	12	0,00761	-0,03696	0,70215
7	27	7	20	-0,00107	-0,03803	-0,09859
8	27	9	18	-0,00127	-0,03930	-0,11702
9	27	12	15	-0,00347	-0,04276	-0,31974
10	27	9	18	-0,00440	-0,04716	-0,40583

\* Στατιστικά Σημαντικά στο επίπεδο 0,10

\*\* Στατιστικά Σημαντικά στο επίπεδο 0,05

\*\*\* Στατιστικά Σημαντικά στο επίπεδο 0,01



ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ  
 ΜΕ ΚΑΤΑΘΕΣΗ ΜΕΤΡΗΣΤΩΝ ΚΑΙ ΤΑΥΤΟΜΟΡΦΗ ΔΙΑΝΟΜΗ  
 ΔΕΥΤΕΡΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ  
 ΚΑΤΑ ΣΤΑΘΕΙΑ  
 ΠΕΡΙΟΔΟΣ 1995-1998

ΕΤΑΙΡΙΑ	ΑΝΤΙΣΤΟΙΧΗ ΗΜΕΡΟΜΗΝΙΑ	ΑΝΤΙΣΤΟΙΧΗ ΗΜΕΡΟΜΗΝΙΑ
ΑΕΤΕΚ ΑΕ	20.08.97	23.08.97
ΠΕΤΡΟΣΑ	17.08.97	17.08.97
ΥΡΑΠΕΔΑ	27.08.97	06.02.97
ΓΡΑΦΕΩΝ	20.08.98	11.08.98
ΑΝΤΩΝ ΑΕ	20.08.98	04.08.98
ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΑΕ	21.08.98	20.02.98
ΣΑΛΜΟΡ ΑΕ	20.08.98	02.08.98
ΕΥΡΩΚΑΡΤΕΡ ΑΕΤΕ	20.08.98	12.02.98
ΜΑΚΕΔΟΝΙΚΑ ΠΡΩΤΑ	19.08.98	07.08.98
ΣΥΝΕΣΤΗΝ	01.08.98	20.02.98
ΑΛΦΑ ΙΣΤΑΡ	18.08.98	18.02.98
ΠΑΛΙΤΣΑ ΦΩΛΗ	15.08.98	07.08.98
ΒΥΣΣ	01.08.98	20.02.98
ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ	01.08.98	20.02.98
ΣΚΑΝΟΡ	18.08.98	18.02.98
ΔΑΚΟ	11.08.98	07.02.98
ΡΟΛΙ	08.08.98	08.02.98
ΠΑΡΤΙ	11.08.98	02.08.98
ΔΕΛΤΑ ΠΑΡΟΡΟΦΩΝ	10.08.98	08.02.98
ΚΥΑ ΑΣΙΑ	10.08.98	08.02.98
ΠΑΡΑΝΤΗ	10.08.98	08.02.98

Πανεπιστήμιο Πειραιώς

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Β  
 ΠΙΝΑΚΕΣ ΔΕΙΓΜΑΤΩΝ

**ΠΙΝΑΚΑΣ 10**

**ΑΥΞΗΣΕΙΣ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ  
ΜΕ ΚΑΤΑΒΟΛΗ ΜΕΤΡΗΤΩΝ ΚΑΙ ΤΑΥΤΟΧΡΟΝΗ ΔΙΑΝΟΜΗ  
ΔΩΡΕΑΝ ΜΕΤΟΧΩΝ  
ΚΑΤΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑ  
ΠΕΡΙΟΔΟΣ 1995-1998**

<b>ΕΤΑΙΡΕΙΑ</b>	<b>ΗΜΕΡΟΜΗΝΙΑ ΑΠΟΚΟΠΗΣ</b>	<b>ΗΜΕΡΟΜΗΝΙΑ ΑΝΑΚΟΙΝΩΣΗΣ ΠΡΟΣΚΛΗΣΗΣ Γ.Σ.</b>
ΑΕΓΕΚ ΑΕ	29-Αυγ-95	23-Αυγ-95
ΤΕΧΝΟΔΟΜΗ ΑΦΟΙ ΤΡΑΥΛΟΥ ΑΕΤΕ	25-Σεπ-95	23-Αυγ-95
ΤΡΑΠΕΖΑ ΜΑΚΕΔΟΝΙΑΣ ΘΡΑΚΗΣ	24-Ιαν-96	26-Νοε-95
ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ	31-Μαΐ-96	05-Σεπ-96
ΑΛΤΕΚ ΑΕ	05-Ιουν-96	24-Απρ-95
ΜΟΧΛΟΣ ΑΕ	29-Ιαν-96	03-Ιαν-96
ΘΕΜΕΛΙΟΔΟΜΗ ΑΕ	01-Αυγ-97	25-Μαΐ-97
ΤΡΑΠΕΖΑ ΕΡΓΑΣΙΑΣ ΑΕ	27-Ιαν-97	23-Οκτ-96
ΑΛΦΑ ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΙΣΤΕΩΣ	28-Μαρ-97	27-Οκτ-96
ΣΙΔΕΝΟΡ ΑΕ	14-Ιουλ-97	11-Ιουλ-97
ΧΑΛΚΟΡ ΑΕ	17-Ιουν-97	07-Μαΐ-97
ΓΡ.ΣΑΡΑΝΤΗΣ ΑΒΕΕ	12-Μαΐ-97	06-Απρ-97
ΜΑΚΕΔΟΝΙΑΣ ΘΡΑΚΗΣ	23-Ιουν-98	13-Μαΐ-98
ΕΘΝΕΧ(ΚΑ)	22-Ιουν-98	04-Ιουν-98
ΑΛΦΑ LEASING	21-Απρ-98	28-Φεβ-98
ΠΛΑΣΤΙΚΑ ΘΡΑΚΗΣ	03-Αυγ-98	03-Ιουν-98
ΕΤΕΜ	12-Ιουν-98	12-Μαΐ-98
ΜΥΤΙΛΗΝΑΙΟΣ	11-Σεπ-98	07-Ιουλ-98
ΧΑΛΚΟΡ	01-Ιουλ-98	28-Μαΐ-98
ΑΛΚΟ ΕΛΛΑΣ	18-Μαΐ-98	04-Απρ-98
FOLLI FOLLIE	11-Νοε-98	03-Μαΐ-98
ΠΑΙΡΗΣ	05-Αυγ-98	06-Ιουν-98
ΔΕΛΤΑ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗ	13-Ιουλ-98	03-Ιουν-98
ΚΥΛ. ΛΟΥΛΗ	16-Νοε-98	05-Αυγ-98
ΣΑΡΑΝΤΗΣ	10-Αυγ-98	06-Ιουν-98

ΠΙΝΑΚΑΣ 11		
ΑΥΞΗΣΕΙΣ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΜΕ ΚΑΤΑΒΟΛΗ ΜΕΤΡΗΤΩΝ ΚΑΤΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΠΕΡΙΟΔΟΣ 1995		
ΕΤΑΙΡΕΙΑ	ΗΜΕΡΟΜΗΝΙΑ ΑΠΟΚΟΠΗΣ	ΗΜΕΡΟΜΗΝΙΑ ΑΝΑΚΟΙΝΩΣΗΣ ΠΡΟΣΚΛΗΣΗΣ Γ.Σ.
ΒΑΛΚΑΝ ΕΞΠΟΡΤ	09-Ιαν-95	-
ΜΗΧΑΝΙΚΗ ΑΕ	16-Ιαν-95	-
ΙΧΘ/ΦΕΙΑ ΣΕΛΟΝΤΑ	03-Φεβ-95	-
ΓΡ.ΣΑΡΑΝΤΗΣ ΑΒΕΕ	21-Φεβ-95	-
ΕΡΙΟΒ.ΜΠΡΙΤΑΝΝΙΑ	27-Φεβ-95	-
ΑΛΦΑ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ Α.Ε.	01-Μαρ-95	5/2/1995
ΕΛΛ.ΕΤ.ΕΠΕΝΔ.ΧΑΡΤΟΦΥΛ.	11-Απρ-95	-
ΜΑΙΛΗΣ ΑΕΒΕ	14/4/1995	26/9/1995
ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ ΑΤΤΙΚΗΣ	12-Μαϊ-95	-
ΓΕΚ ΑΕ	26-Ιουν-95	-
ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΕΠΕΝ/ΚΗ Α.Ε.Ε.Χ.	03-Ιουλ-95	-
ΤΕΡΝΑ ΑΕ	06-Σεπ-95	-
ΒΙΣ ΑΕ	18-Σεπ-95	30/6/1995
ΝΥΡΕΥΣ ΙΧΘ/ΓΕΙΕΣ ΧΙΟΥ ΑΕ	09-Οκτ-95	-
ΑΛΟΥΜΙΝΙΟ ΑΤΤΙΚΗΣ ΑΕΒΕ	09-Οκτ-95	-
ΕΔΡΑΣΗ-Χ. ΨΑΛΛΙΔΑΣ ΑΤΕ	16-Οκτ-95	6/9/1995
ΜΟΥΡΙΑΔΗΣ ΑΕ	6/11/1995	1/9/1995
ΒΙΟΚΑΡΠΕΤ ΑΕ	15/11/1995	8/9/1995
ΕΡΓΑΣ ΑΤΕ	15-Νοε-95	10/8/1995

<b>ΠΙΝΑΚΑΣ 12</b>		
<b>ΑΥΞΗΣΕΙΣ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΜΕ ΚΑΤΑΒΟΛΗ ΜΕΤΡΗΤΩΝ ΚΑΤΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΠΕΡΙΟΔΟΣ 1996</b>		
<b>ΕΤΑΙΡΕΙΑ</b>	<b>ΗΜΕΡΟΜΗΝΙΑ ΑΠΟΚΟΠΗΣ</b>	<b>ΗΜΕΡΟΜΗΝΙΑ ΑΝΑΚΟΙΝΩΣΗΣ ΠΡΟΣΚΛΗΣΗΣ Γ.Σ.</b>
ΜΠΗΤΡΟΣ ΑΕΒΕ	10-Ιαν-96	29/9/1995
ΑΛΤΕ ΑΕ	22-Ιαν-96	13/12/1995
ΕΛΜΕC SPORT ΑΒΕΤΕ	12-Φεβ-96	5/11/1995
ΙΠΠΟΤΟΥΡ ΑΕ	14-Φεβ-96	-
ΙΝΤΕΡΙΝΒΕΣΤ ΑΕ	11-Ιουν-96	3/5/1996
Μ.Ι.ΜΑΙΛΗΣ ΑΕΒΕ	30-Αυγ-96	24/2/1996
ΑΣΠΙΣ ΠΡΟΝΟΙΑ ΑΕΓΑ	05-Σεπ-96	10/7/1996
ΕΡΙΟΥΡΓΙΑ ΤΡΙΑ ΑΛΦΑ ΑΕ	24-Οκτ-96	23/7/1996
ΚΕΚΡΟΥ ΑΕ	05-Νοε-96	28/11/1996
ΑΛΚΑΡ ΕΤ.ΜΕΤΑΦΟΡΩΝ ΤΟΥΡ.ΕΜΠ.	06-Νοε-96	-

## ΠΙΝΑΚΑΣ 13

ΑΥΞΗΣΕΙΣ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ  
ΜΕ ΚΑΤΑΒΟΛΗ ΜΕΤΡΗΤΩΝ ΚΑΤΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑ  
ΠΕΡΙΟΔΟΣ 1997

ΕΤΑΙΡΕΙΑ	ΗΜΕΡΟΜΗΝΙΑ ΑΠΟΚΟΠΗΣ	ΗΜΕΡΟΜΗΝΙΑ ΑΝΑΚΟΙΝΩΣΗΣ ΠΡΟΣΚΛΗΣΗΣ Γ.Σ.
Ν.ΛΕΒΕΝΤΕΡΗΣ ΑΕ	22-Ιαν-97	12/9/1996
ΜΕΤΡΟΛΙΦΕ ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΑΕΑΕΖ	04-Φεβ-97	19/9/1996
ΕΛΒΑΛ ΑΕ ΒΙΟΜ.ΕΠΕΞ.ΑΛΟΥΜ.	10-Φεβ-97	8/1/1997
ΕΥΡΟΜΕΔΙΣ ΑΕ	21-Φεβ-97	4/10/1996
ΕΛΛΗΝ. ΕΤ. ΕΠΕΝΔ. ΧΑΡΤΟΦΥΛ.	16-Απρ-97	19/3/1997
ΜΗΧΑΝΙΚΗ ΑΕ	18-Απρ-97	7/3/1997
ΚΡΕΚΑ ΑΕ	22-Απρ-97	6/12/1996
ΘΕΣΣΑΛΙΚΗ	05-Μαΐ-97	8/6/1996
ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ ΑΕ	09-Μαΐ-97	11/4/1997
ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ ΑΤΤΙΚΗΣ	12-Μαΐ-97	10/4/1997
ΑΒΑΞ ΑΕ ΕΡΓΟΛΗΠΤΙΚΗ	23-Μαΐ-97	25/4/1997
ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ	23-Μαΐ-97	30/4/1997
ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ ΑΕ	27-Μαΐ-97	8/4/1997
ΓΝΩΜΩΝ ΑΕ	06-Ιουν-97	22/4/1997
ΔΕΛΤΑ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗ ΑΕ	09-Ιουν-97	14/5/1997
ΧΑΛΚΟΡ ΑΕ	17-Ιουν-97	7/5/1997
SINGULAR ΑΕ	20-Ιουν-97	19/4/1997
ΥΙΟΙ Χ.ΚΑΤΣΕΛΗ ΑΒΕΕ	23-Ιουν-97	20/4/1997
ΙΧΘΥΟΤΡΟΦΕΙΑ ΣΕΛΟΝΤΑ ΑΕ	30-Ιουν-97	28/11/1996
ΤΕΧΝΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΒΟΛΟΥ	11-Ιουλ-97	27/5/1997
ΛΑΒΙΡΗΑΡΜ ΑΕ	11-Ιουλ-97	25/5/1997
ΜΕΤΑΛ.ΑΡΚΑΔΙΑΣ Χ.ΡΟΚΑΣ	21-Ιουλ-97	15/5/1997
ΕΛΒΑΛ ΑΕ ΒΙΟΜ.ΕΠΕΞ.ΑΛΟΥΜ.	21-Ιουλ-97	11/6/1997
ΤΡΑΠΕΖΑ ΑΤΤΙΚΗΣ	29-Αυγ-97	2/8/1997
ΜΥΤΙΛΗΝΑΙΟΣ ΑΕ ΟΜΙΛΟΣ ΕΠΙΧ.	17-Σεπ-97	23/5/1997
Α.ΚΑΜΠΑΣ ΑΝ.ΟΙΝ.ΒΙΟΜ.ΕΜΠ.ΚΤΗΜ.ΤΟΥ	17-Σεπ-97	3/6/1997
CHIRITA INTERNATIONAL ΑΕ	24-Σεπ-97	20/8/1997
INFORM Π.ΛΥΚΟΣ ΑΕ	25-Σεπ-97	3/9/1997
ΟΜΙΛΟΣ ΙΝΤΕΛ ΑΒΕΔΕ & Σ.	03-Οκτ-97	20/8/1995
ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ	07-Οκτ-97	6/8/1997
ΑΚΤΩΡ ΑΕ	27-Οκτ-97	20/9/1997
ΑΛΚΟ ΕΛΛΑΣ ΑΒΕΕ	31-Οκτ-97	3/9/1997
ΙΝΤΕΡΤΕΚ ΑΕ ΔΙΕΘΝΕΙΣ ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΕΣ	18-Νοε-97	16/5/1997
ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΑΕΕΧ	25-Νοε-97	-
ΜΑΚΕΔΩΝΙΚΑ ΚΛΩΣΤΗΡΙΑ ΑΕ	29-Δεκ-97	5/11/1997

<b>ΠΙΝΑΚΑΣ 14</b>		
<b>ΑΥΞΗΣΕΙΣ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΜΕ ΚΑΤΑΒΟΛΗ ΜΕΤΡΗΤΩΝ ΚΑΤΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΠΕΡΙΟΔΟΣ 1998</b>		
<b>ΕΤΑΙΡΕΙΑ</b>	<b>ΗΜΕΡΟΜΗΝΙΑ ΑΠΟΚΟΠΗΣ</b>	<b>ΗΜΕΡΟΜΗΝΙΑ ΑΝΑΚΟΙΝΩΣΗΣ ΠΡΟΣΚΛΗΣΗΣ Γ.Σ.</b>
ΓΕΝΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	4-Μαϊ-98	4-Απρ-98
ΚΕΝΤΡΙΚΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ	30-Νοε-98	29-Σεπ-98
ΑΙΟΛΙΚΗ ΑΕΕΧ	12-Μαρ-98	29-Νοε-97
ΑΛΡΗΑ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ	18-Μαϊ-98	25-Ιαν-98
ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ ΑΕ	25-Μαϊ-98	11-Απρ-98
MARFIN ΑΕΕΧ	1-Οκτ-98	10-Ιουν-98
ΠΑΠΟΥΤΣΑΝΗΣ	8-Δεκ-98	7-Οκτ-98
ΕΛΒΑΛ ΑΕ ΒΙΟΜ.ΕΠΕΞ.ΑΛΟΥΜ.	30-Απρ-98	31-Μαρ-98
ΣΙΔΕΝΟΡ ΑΕ	27-Μαρ-98	4-Φεβ-98
ΧΑΛΥΒΔΟΦΥΛΛΩΝ	30-Μαρ-98	4-Νοε-97
ΜΠΕΙΜΠΥ ΛΑΝΤ	1-Σεπ-98	27-Μαϊ-98
ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ ΑΕ	21-Σεπ-98	29-Ιουλ-98
ΜΠΟΥΤΑΡΗΣ	22-Σεπ-98	9-Ιουν-98

<b>ΠΙΝΑΚΑΣ 15</b> <b>ΑΥΞΗΣΕΙΣ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ</b> <b>ΜΕ ΔΙΑΝΟΜΗ ΔΩΡΕΑΝ ΜΕΤΟΧΩΝ</b> <b>ΚΑΤΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑ</b> <b>ΠΕΡΙΟΔΟΣ 1995</b>		
ΕΤΑΙΡΕΙΑ	ΗΜΕΡΟΜΗΝΙΑ ΑΠΟΚΟΠΗΣ	ΗΜΕΡΟΜΗΝΙΑ ΑΝΑΚΟΙΝΩΣΗΣ ΠΡΟΣΚΛΗΣΗΣ Γ.Σ.
ΔΗΜΗΤΡΙΑΔΗΣ	02-Φεβ-95	13-Οκτ-94
ΤΡΙΑ ΑΛΦΑ ΑΕ	03-Φεβ-95	-
ΠΡΟΦΙΛ ΤΖΙΡΑΚΙΑΝ	06-Φεβ-95	-
ΑΘΗΝΑΙΑ	06-Φεβ-95	-
ΜΠΗΤΡΟΣ ΑΕ	07-Φεβ-95	07-Φεβ-94
ΠΕΤΖΕΤΑΚΙΣ	10-Φεβ-95	-
ΠΕΤΖΕΤΑΚΙΣ	14-Φεβ-95	-
ΕΛΜΕΚ	14-Φεβ-95	-
ΓΝΩΜΩΝ ΑΕ	15-Φεβ-95	-
ΑΦΟΙ ΜΑΓΡΙΖΟΥ ΑΕ	16-Φεβ-95	-
ΗΡΑΚΛΗΣ	16-Φεβ-95	-
ΠΡΟΟΔΕΥΤΙΚΗ ΑΤΕ	16-Φεβ-95	29-Νοε-94
ΚΕΡΑΜ.ΑΛΛΑΤΙΝΗ	20-Φεβ-95	-
ΕΛΛ. ΒΙΟΜΗΧ.ΖΑΧΑΡΗΣ	20-Φεβ-95	-
ΕΠΙΛΕΚΤΟΣ ΚΛΩΣ.ΑΕΒΕ	01-Μαρ-95	-
ΕΛΛ.ΕΤ.ΕΜΦΙΑΛΩΣΕΩΣ	02-Μαρ-95	-
ΕΣΟΝ ΒΙΟΜΗΧ.ΑΕ	07-Μαρ-95	-
ΜΠΑΡΜΠΑ ΣΤΑΘΗΣ ΓΕΝ. ΤΡΟΦΙΜΩΝ	23-Μαρ-95	18-Νοε-94
ΕΛΑΙΣ ΑΕ	05-Απρ-95	-
RIDENCO ΑΕΒΕ	15-Μαΐ-95	-
ΣΕΛΜΑΝ	06-Ιουν-95	-
ΤΡΙΑ ΑΛΦΑ ΑΕ	20-Ιουν-95	-
ΙΠΠΟΤΟΥΡ	26-Ιουν-95	-
ΜΕΤΡΟΛΙΦΕ Ε.Α.Ε	29-Ιουν-95	-
ΒΙΟΧΑΛΚΟ	10-Ιουλ-95	-
ΕΡΜΗΣ ΑΕ ΟΙΚΟΔ.ΕΠΙΧ.	14-Ιουλ-95	-
ΑΛΛΑΤΙΝΗ ΑΒΕΕ	07-Αυγ-95	-
ΣΑΤΟ ΑΕ	28-Αυγ-95	13-Οκτ-94
ΤΥΛΕΤΥΠΟΣ ΑΕ	15-Σεπ-95	-
ΤΕΧΝΟΔΟΜΗ ΑΦΟΙ ΤΡΑΥΛΟΥ ΑΕΤΕ	25-Σεπ-95	23-Αυγ-95
ΑΣΠΙΣ ΠΡΟΝΟΙΑ Α.Ε.Γ.Α.	04-Οκτ-95	-
ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	05-Οκτ-95	-
ΑΤΤΙ-ΚΑΤ ΑΤΕ	05-Οκτ-95	-
ΠΑΠΑΣΤΡΑΤΟΣ ΑΒΕΣ	09-Οκτ-95	05-Ιουν-95
ΜΙΝΕΡΒΑ ΑΦΟΙ ΛΑΔΕΝΗΣ	01-Νοε-95	-

**ΠΙΝΑΚΑΣ 16****ΑΥΞΗΣΕΙΣ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ  
ΜΕ ΔΙΑΝΟΜΗ ΔΩΡΕΑΝ ΜΕΤΟΧΩΝ  
ΚΑΤΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑ  
ΠΕΡΙΟΔΟΣ 1996**

<b>ΕΤΑΙΡΕΙΑ</b>	<b>ΗΜΕΡΟΜΗΝΙΑ ΑΠΟΚΟΠΗΣ</b>	<b>ΗΜΕΡΟΜΗΝΙΑ ΑΝΑΚΟΙΝΩΣΗΣ ΠΡΟΣΚΛΗΣΗΣ Γ.Σ.</b>
ΧΑΛΥΒΔΟΦΥΛΛΩΝ ΑΕ	15-Ιαν-96	23/12/1995
ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΑΝΑΠΤΥΞΕΩΣ ΑΕΕΧ	22-Ιαν-96	19/6/1995
ΡΑΔΙΟ ΑΘΗΝΑΙ	15-Φεβ-96	21/8/1995
ΑΛΦΑ ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΙΣΤΕΩΣ	05-Απρ-96	2/2/1996
ΠΑΠΟΥΤΣΑΝΗΣ ΑΒΕΕ	02-Μαΐ-96	15/1/1996
ΕΣΟΝ ΑΕ	04-Ιουν-96	1/2/1996
ΕΔΡΑΣΗ Χ.ΨΑΛΛΙΔΑΣ ΑΤΕ	06-Ιουν-96	30/5/1996
ΜΠΑΡΜΠΑ ΣΤΑΘΗΣ ΑΕ	17-Ιουν-96	21/5/1996
ΓΕΚΑΤ ΑΕ	01-Ιουλ-96	7/6/1996
ΑΡΓΙΤΩΝ & ΒΑΡΥΤΙΝΗΣ ΑΕΕ	01-Ιουλ-96	23/5/1996



<b>ΠΙΝΑΚΑΣ 17</b> <b>ΑΥΞΗΣΕΙΣ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ</b> <b>ΜΕ ΔΙΑΝΟΜΗ ΔΩΡΕΑΝ ΜΕΤΟΧΩΝ ΚΑΤΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑ</b> <b>ΠΕΡΙΟΔΟΣ 1997</b>		
ΕΤΑΙΡΕΙΑ	ΗΜΕΡΟΜΗΝΙΑ ΑΠΟΚΟΠΗΣ	ΗΜΕΡΟΜΗΝΙΑ ΑΝΑΚΟΙΝΩΣΗΣ ΠΡΟΣΚΛΗΣΗΣ Γ.Σ.
ΑΛΚΑΤΕΛ ΑΒΕ	05-Φεβ-97	17/11/1996
Κ.Ι. ΣΑΡΑΝΤΟΠΟΥΛΟΣ ΑΕ	06-Φεβ-97	18/10/1996
ΛΑΝΙΡΗΑΡΜ ΑΕ	17-Μαρ-97	5/2/1997
ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ	17-Μαρ-97	21/2/1997
ΕΛΛΗΝ. ΕΤ. ΕΠΕΝΔ. ΧΑΡΤΟΦΥΛ.	16-Απρ-97	19/3/1997
ΑΛΟΥΜΙΝΙΟ ΑΤΤΙΚΗΣ ΑΕΒΕ	21-Απρ-97	8/2/1997
ΚΕΚΡΟΦ ΞΕΝΟΔ. ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ	27-Μαί-97	28/11/1996
ΜΕΤΚΑ ΑΕ	06-Ιουν-97	4/4/1997
ALTEC ΑΒΕΕ	06-Ιουν-97	15/5/1997
ΤΙΤΑΝ ΑΕ	18-Ιουν-97	11/5/1997
ΕΤΒΑ LEASING	19-Ιουν-97	14/5/1997
ΑΛΟΥΜΙΝΙΟ ΑΤΤΙΚΗΣ ΑΕΒΕ	18-Ιουν-97	25/5/1997
ΑΒ ΒΑΣΙΛΟΠΟΥΛΟΣ ΑΕ	19-Ιουν-97	7/5/1997
ΑΚΤΩΡ ΑΕ	23-Ιουν-97	19/5/1997
ΤΡΑΠΕΖΑ ΜΑΚΕΔΟΝΙΑΣ ΘΡΑΚΗΣ	26-Ιουν-97	30/4/1997
ΤΡΑΠΕΖΑ ΑΤΤΙΚΗΣ	27-Ιουν-97	4/6/1997
ΙΑΤΡΙΚΟ ΑΘΗΝΩΝ ΕΑΕ	27-Ιουν-97	5/6/1997
ΠΡΟΟΔΕΥΤΙΚΗ ΑΤΕ	30-Ιουν-97	3/6/1997
ΙΟΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	30-Ιουν-97	1/6/1997
ΡΕΜΕΚ ΦΑΡΜΑΚΑ -ΚΑΛΛΥΝΤΙΚΑ ΑΕ	30-Ιουν-97	31/5/1997
ΜΟΧΛΟΣ ΑΕ	02-Ιουλ-97	5/6/1997
ΑΕΓΕΚ ΑΕ	02-Ιουλ-97	17/5/1997
ΤΕΧΝΙΚΗ ΟΛΥΜΠΙΑΚΗ ΑΕ	02-Ιουλ-97	5/6/1997
ΒΙΟΧΑΛΚΟ ΕΒ	03-Ιουλ-97	17/5/1997
ΟΙΝΕΡΓΑ ΑΒΕΤΕ	03-Ιουλ-97	15/3/1997
ΑΕΕ ΑΡΓ/ΤΩΝ & ΒΑΡΥΤΙΝΗΣ	08-Ιουλ-97	21/5/1997
FANCO ΑΕ	10-Ιουλ-97	7/6/1997
ΜΗΧΑΝΙΚΗ ΑΕ	11-Ιουλ-97	29/5/1997
ΔΑΝΕ SEA LINE	14-Ιουλ-97	13/6/1995
ΕΔΡΑΣΗ-Χ. ΨΑΛΛΙΔΑΣ ΑΤΕ	15-Ιουλ-97	7/6/1997
ΕΡΓΑΣ ΑΤΕ	17-Ιουλ-97	4/7/1997
ΕΡΙΟΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΜΠΡΙΤΑΝΝΙΑ ΑΕ	28-Ιουλ-97	30/4/1997
ΤΡΑΠΕΖΑ ΚΕΝΤΡΙΚΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ	29-Ιουλ-97	27/5/1997
GOODYS ΑΕ	04-Αυγ-97	25/5/1997
FANCO ΑΕ	06-Αυγ-97	2/7/1997
ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ ΑΕ	11-Αυγ-97	8/4/1997
Μ.Ι. ΜΑΙΛΗΣ ΑΕΒΕ	25-Αυγ-97	20/8/1997
Ο.ΔΑΡΙΓΚ & ΣΙΑ Α.Β.Ν.Ε.	29-Αυγ-97	5/6/1997
ΦΙΝΤΕΞΠΟΡΤ	15-Σεπ-97	1/6/1997
ALPHA FINANCE ΑΕ	06-Οκτ-97	6/4/1997
ΜΥΛΟΙ ΑΓ.ΓΕΩΡΓΙΟΥ	07-Οκτ-97	3/7/1997
ΜΠΗΤΡΟΣ ΑΕΒΕ	13-Οκτ-97	28/5/1997
ΠΑΠΑΣΤΡΑΤΟΣ ΑΒΕΣ	13-Οκτ-97	31/5/1997
ΚΛΩΝΑΤΕΞ ΑΒΕΝΤΤΕ	22-Οκτ-97	3/6/1997
ΖΑΜΠΑ ΑΕ	29-Οκτ-97	9/5/1997
ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ	18-Νοε-97	23/8/1997
ΛΑΜΨΑ	01-Δεκ-97	6/6/1997
ΜΥΤΙΛΗΝΑΙΟΣ ΑΕ ΟΜΙΛΟΣ ΕΠΙΧ.	17-Δεκ-97	26/8/1997

**ΠΙΝΑΚΑΣ 18**

**ΑΥΞΗΣΕΙΣ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ  
ΜΕ ΔΙΑΝΟΜΗ ΔΩΡΕΑΝ ΜΕΤΟΧΩΝ ΚΑΤΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑ  
ΠΕΡΙΟΔΟΣ 1998**

<b>ΕΤΑΙΡΕΙΑ</b>	<b>ΗΜΕΡΟΜΗΝΙΑ ΑΠΟΚΟΠΗΣ</b>	<b>ΗΜΕΡΟΜΗΝΙΑ ΑΝΑΚΟΙΝΩΣΗΣ ΠΡΟΣΚΛΗΣΗΣ Γ.Σ.</b>
ΕΤΒΑ LEASING	10-Ιουν-98	6/5/1998
ΕΤΜΑ	15-Ιουν-98	21-Μαΐ-98
ΜΟΥΖΑΚΗΣ	28-Σεπ-98	8/5/1998
ΑΛ. ΚΕΡΑΜΕΙΑ	12-Ιαν-98	6/6/1997
ΕΛΒΑΛ	27-Ιουλ-98	30/5/1998
ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΚΑΛΩΔΙΑ	30-Ιουν-98	5/6/1998
ΦΟΥΡΛΗΣ	10-Αυγ-98	26/5/1998
ΡΑΔΙΟ ΑΘΗΝΑΙ	24-Δεκ-98	29/9/1998
CHIRITA INTERNATIONAL	28-Ιουλ-98	21/5/1998
ELAIS	25-Νοε-98	7/7/1998
ΕΛ. ΒΙΟΜ. ΖΑΧΑΡΗΣ	23-Φεβ-98	26/11/1997
ΙΝΤΕΡΣΑΤ	29-Ιουν-98	4/6/1998
ΚΑΤΣΕΛΗΣ	04-Φεβ-98	4/11/1998
ΑΘΗΝΑΙΑ	01-Δεκ-98	7/7/1998
ΕΛΜΕΚ ΣΠΟΡΤ	02-Φεβ-98	8/11/1997
ΓΕΝ. ΕΜΠΟΡΙΟΥ	03-Αυγ-98	20/5/1998
ΣΦΑΚΙΑΝΑΚΗΣ ΑΕΒΕ	12-Οκτ-98	4/6/1998
ALTEC	15-Απρ-98	24/3/1998
ΒΙΣ	14-Δεκ-98	19/11/1998
ΑΘΗΝΑ	08-Ιουν-98	13/5/1998
ΓΕΚΑΤ	29-Ιουν-98	5/6/1998
ΤΕΡΝΑ	16-Δεκ-98	24/11/1998
ΤΕΧΝΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΒΟΛΟΥ	29-Ιουν-98	29/5/1998
ΣΤΡΙΝΤΖΗΣ ΝΑΥΤΙΛΙΑΚΗ	06-Ιουλ-98	30/5/1998
ΤΗΛΕΤΥΠΟΣ	02-Δεκ-98	27/10/1998
LAVIFARM	17-Δεκ-98	19/11/1998

**ΠΙΝΑΚΑΣ 19**  
**ΑΥΞΗΣΕΙΣ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ**  
**ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΕΣΗΓΜΕΝΩΝ ΣΤΗΝ ΠΑΡΑΛΛΗΛΗ ΑΓΟΡΑ**  
**ΤΟΥ Χ.Α.Α**  
**ΜΕ ΔΙΑΝΟΜΗ ΔΩΡΕΑΝ ΜΕΤΟΧΩΝ**  
**ΚΑΤΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑ**  
**ΠΕΡΙΟΔΟΣ 1995 - 1998**

ΕΤΑΙΡΕΙΑ	ΗΜΕΡΟΜΗΝΙΑ ΑΠΟΚΟΠΗΣ	ΗΜΕΡΟΜΗΝΙΑ ΑΝΑΚΟΙΝΩΣΗΣ ΠΡΟΣΚΛΗΣΗΣ Γ.Σ.
ΙΧΘ/ΦΕΙΑ ΣΕΛΟΝΤΑ	21/7/1995	4/6/1995
METROLIFE ΑΕ	1/7/1996	5/2/1996
EUROMEDICA ΑΕ	2/7/1996	10/6/1996
ΝΗΡΕΥΣ ΑΕ	24/7/1996	12/5/1996
ΓΕΝΕΡ ΑΕ	16-Ιαν-97	28/11/1996
ΡΑΔΙΟ ΚΟΡΑΣΙΔΗΣ ΕΕΑΕ	23-Ιαν-97	31/12/1996
ΓΕΝΕΡ ΑΕ	30-Ιαν-97	8/1/1997
METROLIFE ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΑΕΑΕΖ	04-Φεβ-97	19/9/1996
ΝΗΡΕΥΣ - ΙΧΘ/ΓΕΙΕΣ ΧΙΟΥ ΑΕ	15-Απρ-97	19/9/1996
ΑΛΤΕΣ ΑΒΕΕ	06-Ιουν-97	15/5/1997
ΡΕΜΕΚ ΦΑΡΜΑΚΑ -ΚΑΛΛΥΝΤΙΚΑ ΑΕ	30-Ιουν-97	31/5/1997
RIDENCO ΑΕΒΕ	01-Σεπ-97	4/6/1997
ΕΛΒΕ ΕΝΔΥΜΑΤΩΝ ΑΕ	01-Σεπ-97	30/5/1997
ΠΟΥΛΙΑΔΗΣ & ΣΥΝΕΡΓΑΤΕΣ ΑΕΒΕ	25-Σεπ-97	1/1/1997
ΒΕΡΝΙΚΟΣ-ΚΟΤΤΕΡΑ ΝΑΥΤΙΛΙΑΚΗ ΑΕ	14-Νοε-97	20/5/1997
ΑΛΚΟ ΕΛΛΑΣ	15-Οκτ-98	8/9/1998
ΒΕΡΝΙΚΟΣ ΚΟΤΤΕΡΑ	29-Ιουν-98	25/4/1998
ΕΚΤΕΡ	25-Ιουν-98	10/4/1998
ΕΛΒΕ ΕΝΔΥΜΑΤΩΝ	28-Σεπ-98	2/7/1998
ΓΕΝΕΡ ΑΕ	27-Ιουλ-98	4/6/1998
ΙΜΠΕΡΙΟ ΑΕ	03-Αυγ-98	28/7/1998
ΚΟΥΜΠΑΣ	21-Ιουλ-98	5/7/1998
ΠΟΥΛΙΑΔΗΣ	21-Ιουλ-98	23/5/1998
ΡΑΔΙΟ ΚΟΡΑΣΙΔΗ	09-Οκτ-98	12/5/1998
SINGULAR	08-Απρ-98	26/11/1997

# ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Γ

## ΝΟΜΟΙ ΑΝΑΠΡΟΣΑΡΜΟΓΗΣ ΑΞΙΑΣ ΑΚΙΝΗΤΩΝ

Πανεπιστήμιο Πειραιώς

*Νόμος 542/1977*

Αποφασίστηκε η προσαρμογή της αξίας κτήσης γηπέδων και κτηρίων με συντελεστές που κυμαίνονται από 1.12 και 3 για τα κτίρια και από 1.24 και 5 για τα γήπεδα. Η προκύπτουσα υπεραξία έπρεπε να κεφαλαιοποιηθεί εντός 8 μηνών από την ημερομηνία της αναπροσαρμογής, είτε με διανομή δωρεάν μετοχών είτε με αύξηση της ονομαστικής αξίας, είτε και με τους δύο τρόπους ανάλογα με τον αριθμό των κυκλοφορούντων μετοχών της εταιρείας. Η υπεραξία φορολογήθηκε με συντελεστή 10% για τα γήπεδα και 20% για τα κτίρια.

*Νόμος 1294/1982*

Αποφασίστηκε η προσαρμογή της αξίας κτήσης γηπέδων και κτηρίων με συντελεστές που κυμαίνονται από 1.3 και 4 για τα κτίρια και από 1.2 και 3 για τα γήπεδα. Η προκύπτουσα υπεραξία έπρεπε να κεφαλαιοποιηθεί μέχρι τις 31/5/1982 με διανομή δωρεάν μετοχών είτε με αύξηση της ονομαστικής αξίας, είτε και με τους δύο τρόπους ανάλογα με τον αριθμό των κυκλοφορούντων μετοχών της εταιρείας. Η υπεραξία φορολογήθηκε με συντελεστή 8% για τα γήπεδα και 20% για τα κτίρια.

*Νόμος 1731/1987*

Αποφασίστηκε η προσαρμογή της αξίας του μηχανολογικού εξοπλισμού των βιομηχανικών, βιοτεχνικών, μεταλλευτικών και λατομικών επιχειρήσεων με συντελεστές που κυμαίνονταν από 1.15 και 4. Η προκύπτουσα υπεραξία έπρεπε να κεφαλαιοποιηθεί μέσα στο επόμενο έτος, με διανομή δωρεάν μετοχών είτε με αύξηση της ονομαστικής αξίας, είτε και με τους δύο τρόπους.

*Υπ. Απ. Ε. 2665/1988*

Αποφασίστηκε η προσαρμογή της αξίας κτήσης γηπέδων και κτηρίων με συντελεστές που κυμαίνονται από 1.15 και 3 για τα κτίρια και από 1.1 και 2.5 για τα γήπεδα. Η προκύπτουσα υπεραξία έπρεπε να κεφαλαιοποιηθεί μέχρι τις 30/9/1988 με διανομή δωρεάν μετοχών. Η υπεραξία φορολογήθηκε με συντελεστή 5% για τα κτίρια ενώ η υπεραξία των γηπέδων δεν φορολογήθηκε.

## Νόμος 2065/1992

Οι επιχειρήσεις υποχρεούνται να αναπροσαρμόζουν από το έτος 1992 ανά τετραετία την αξία των γηπέδων και κτιρίων τους. Για το έτος 1992 η αναπροσαρμογή έγινε με συντελεστές που κυμαίνονται από 1.25 και 2.3 για τα γήπεδα και από 1.1 και 2 για τα κτίρια. Η προκύπτουσα υπεραξία έπρεπε να κεφαλαιοποιηθεί μέχρι τις 31/5/1982 με διανομή δωρεάν μετοχών είτε με αύξηση της ονομαστικής αξίας, είτε και με τους δύο τρόπους ανάλογα με τον αριθμό των κυκλοφορούντων μετοχών της εταιρείας. Η υπεραξία φορολογείται με συντελεστή 1% για τα γήπεδα τα κτίρια.

Στον Πίνακα 18 παρουσιάζονται οι συντελεστές αναπροσαρμογής αξίας γηπέδων και κτιρίων, καθώς και οι συντελεστές φορολόγησης της υπεραξίας κατά τους νόμους αυτούς.

ΠΙΝΑΚΑΣ 20				
ΣΥΝΤΕΛΕΣΤΕΣ ΑΝΑΠΡΟΣΑΡΜΟΓΗΣ ΑΞΙΑΣ ΓΗΠΕΔΩΝ ΚΑΙ ΚΤΙΡΙΩΝ ΚΑΙ ΣΥΝΤΕΛΕΣΤΕΣ ΦΟΡΟΛΟΓΗΣΗΣ ΥΠΕΡΑΞΙΑΣ ΚΑΤΑ ΤΟΥΣ ΝΟΜΟΥΣ ΑΝΑΠΡΟΣΑΡΜΟΓΗΣ ΠΟΥ ΕΚΔΟΘΗΚΑΝ ΑΠΟ ΤΟ 1970 ΜΕΧΡΙ ΣΗΜΕΡΑ				
	Συντελεστής Αναπροσαρμογής αξίας κτήσης Γηπέδων	Συντελεστής Αναπροσαρμογής αξίας κτήσης Κτιρίων	Φορολόγηση Υπεραξίας Γηπέδων	Φορολόγηση Υπεραξίας Κτιρίων
Ν. 542/1977	1,24 - 5	1,12 - 3	10%	20%
Ν. 1294/1982	1,2 - 3	1,3 - 4	8%	20%
Υπ. Απ. Ε. 20	1,1 - 2,5	1,15 - 3	-	5%
Ν. 2065/1992	1,25 - 2,3	1,1 - 2	1%	1%

**ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ****Ελληνική**

1. Ετήσια Στατιστικά Δελτία του Χρηματιστηρίου Αθηνών 1994-1998.
2. Προεδρικά Διατάγματα:
  - 348/1985
  - 350/1985
3. Καραθανάσης Γ. και Ν. Φίλλιπας  
"Η ΕΚΤΙΜΗΣΗ ΤΟΥ ΣΥΣΤΗΜΑΤΙΚΟΥ ΚΙΝΔΥΝΟΥ ΚΟΙΝΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΙΣΗΓΜΕΝΩΝ ΣΤΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΑΘΗΝΩΝ" , Δελτίο Ένωσης Ελληνικών Τραπεζών 27, (Γ τρίμηνο) 1990
4. Νόμοι:
  - Ν. 2190/1920 'Περί Ανωνύμων Εταιρειών'
  - Α.Ν. 148/1967
  - Ν. 542/1977
  - Ν. 876/1979
  - Ν.1249/1982
  - Ν.1294/1982
  - Ν.1731/1987
  - Ν.1806/1988
  - Ε.2665/1988
  - Ν.1914/1990
  - Ν.1982/1991
  - Ν.1969/1991
  - Ν.2065/1992
  - Ν.2339/1995

5. Μυλωνάς Ν.Θ., «Αγορές Δικαιωμάτων, Θεωρία και Εμπειρικές Διαπιστώσεις»  
Δελτίο Ένωσης Ελληνικών Τραπεζών . Α' εξάμηνο 1992.
6. Οικονόμου Β. Θωμάς, "ΜΕΘΟΔΟΙ ΑΥΞΗΣΕΩΣ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΑΕ ΚΑΙ ΠΡΟΣΑΡΜΟΓΗ ΤΩΝ ΤΙΜΩΝ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ", Φεβρουάριος 1993.
7. Παπαιωάνου Γ.Ι. , "Η ΔΙΑΜΟΡΦΩΣΗ ΤΟΥ ΚΟΣΤΟΥΣ ΑΝΑΔΟΧΗΣ ΕΚΔΟΣΕΩΝ ΝΕΩΝ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΩΝ ΤΙΤΛΩΝ", Δελτίο Εμπορικής Τράπεζας 1991.
8. Παπαιωάνου, Ι. Γεώργιος Νικόλαος Γ. Τραυλός και Νικόλαος Β. Τσαγκαράκης, "ΔΙΑΝΟΜΗ ΔΩΡΕΑΝ ΜΕΤΟΧΩΝ (STOCK DIVIDENDS) ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ: ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΔΙΕΡΕΥΝΗΣΗ ΤΗΣ ΕΠΙΔΡΑΣΗΣ ΤΟΥΣ ΣΤΗΝ ΑΞΙΑ ΤΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ", 1995.
9. Παπαιωάνου , Γ.Ι. "Η ανάπτυξη της άμεσης χρηματοδότησης στην Ελλάδα" ΚΕΠΕ 1986.
10. Παπαριστείδης , Δ., «Χρηματιστήριο και Υποψήφιος Επενδυτής», 1991 , Εκδόσεις Γαλαίος.
11. Παπούλιας , Γ.Π., "Χρηματοοικονομική Διοίκηση και Πολιτική", Εκδόσεις Δ. Μαραθιάς, 1985.
12. Σαρσέντης , Β. και Α. Παπαναστασάτος ,  
"Λογιστική εταιρειών", 1985 , Εκδόσεις Σταμούλη.
13. Τσαγκαράκης Β. Νικόλαος, "Η ΑΝΤΛΗΣΗ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ ΜΕ ΤΗ ΧΡΗΣΗ ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΩΝ ΠΡΟΤΙΜΗΣΗΣ", Σεπτέμβριος 1993 (Διδακτορική διατριβή).
14. Τραυλός Ν.Γ., «Χρηματιστήριο Αθηνών : Δημιουργία Τράπεζας Πληροφοριών Χρηματιστηριακών Στοιχείων και χαρακτηριστικά απόδοσης και κινδύνου μετοχών για την περίοδο 1981-1990.
15. "Μακροχρόνιες Στατιστικές Σειρές της Ελληνικής Οικονομίας"  
Τράπεζα της Ελλάδος 1992.



16. Χολέβας, Γ.Χ., "Τι Πρέπει να γνωρίζουμε για το Χρηματιστήριο. Οδηγός Επενδυτή", INTERBOOKS 1991.

17. Φιλιππάτος, Γ.Κ και Π.Ι. Αθανασόπουλος  
"ΕΙΣΑΓΩΓΗ ΣΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗ", 1985.

### Ξενόγλωσση

1. Anand S. D., M. Nimalendran and S. Vencatamaram, «Changes in trading activity following stock splits and their effect on volatility and the adverse-information component of the bid-ask spread», The journal of Financial Research, 1998.

2. Asquith P. and Mullins D. «Equity Issues and Offering Dilution», Journal of Financial Economics 15, 1986.

3. Baker, H.K. and A.L. Philips " Why Companies Issue Stock Dividends" Financial Practice and Education, 1993.

4. Baker, H.K. and G. E. Powell, " Why Companies Issue Stock Splits" Financial Management 11, 1992.

5. Baker, H.K. and P. Gallagher, "Managements View of Stock Splits" Journal of Financial Economics, 1986.

6. Bohren O., Eckbo B. and Michalsen D., "Why underwrite Rights Offerings? Some new evidence", Journal of Financial Economics 46, 1997.

7. Brennam, M. J. and P. J. Hudgew, «Stock prices and the supply information», Journal of Finance, 1991.

8. Brown, S. and J. Warner Using Daily Stock Returns: " The Case of Event Studies", Journal of Financial Economics 14, 1985.

9. Conroy, R. M., R. S. Harriw, and B. A. Benet, The effect of stock splits in the bid-ask spread, Journal of Finance, 1990.

10. Cristensen G.D., Faria J.H., Kwok C.Y. and Bremer M. «Does the Japanese stockmarket react differently to public security offering announcements than the US stock market?» Japan and the World Economy 8, 1996.

11. DeAngelo H. and Masulis R. «Optimal capital structure under corporate and personal taxation», Journal of Financial Economics 8, 1980.

12. Dhatt M. S., Kim Y. H. and Mukherji S. [1994], «Japanese stock price reactions to stock dividend distributions», *Pacific-Basin Finance Journal* 2, 1994.
13. Dubofsky, D. A., 1991 Volatility increases subsequent to NYSE and AMEX stock splits, *Journal of Finance*, pp. 421-31
14. Eisemann, P.C. and E.A. Moses, "Stock Dividends: Managements View", *Financial Analysts Journal*, 34, July-August 1978.
15. Ekbo B. and Masulis R., "Rights versus underwriter stock offerings : An empirical Analysis", 1987.
16. Foster, T.W. and D. Vickrey, "The Information Content Of Stock Dividend Announcements", *The Journal of Finance*, 1990.
17. Galai D. and Masulis R. «The option pricing model and the risk factor of stocks», *Journal of Financial Economics* 3, 1976.
18. Goyal V., Hwang C., Jayaraman N. and Shastri K. "The ex-date impact of rights offerings. The evidence from firms listed on the Tokyo Stock Exchange", *Pacific Basin Finance Journal* 2, 1994.
19. Grinblatt M.S., R.W. Masulis and S.Titman, "The valuation effect of stock splits and stock dividends", *Journal of Financial Economics* 13, 1984.
20. Gujarati, D., "Basic Econometrics", McGraw Hill, 1978.
21. Jensen M. and Meckling W. «Theory of the firm: Managerial behavior, Agency costs and Ownership structure», *Journal of Financial Economics* 3, 1976.
22. Kalay, A., "Stockholders and Bondholders Conflict and Dividend Constraints", *Journal of Financial Economics* 10, 1982.
23. Karathanassis, G. and N. Philippas, «Heteroscedasticity in the Market Model. Some Evidence From The Athens Stock Exchange», *Managerial and Decision Economics*
24. Kennedy, P., "A Guide to Econometrics", The MIT Press, 1992.
25. Kothare M., "Equity Financing: An Investigation of Rights Offer Anomaly"
26. Kothare M., "The effects of equity issues on ownership structure and stock liquidity: A comparison of rights and public offerings", *Journal of Financial Economics* 43, 1996.

27. Kryzanowski L. and Zhang H. [1993], «Market behavior around Canadian stock – splits ex-dates», *Journal of Empirical Finance*, 1993.
28. Lakonishok, J. and B. Lev, «Stock Splits and Stock Dividends: Who Why and When», *Journal of Finance* 42, 1987.
29. Lee I., "Do firms knowingly sell overvalued equity?" *Journal of Finance* 52, 1997.
30. Leland H. and Pyle D. «Information asymmetries, Financial structure and financial Intermediation», *Journal of Finance* 32, 1977.
31. Loughran T. and Ritter R. J., "The operating performance of firms conducting seasoned equity offerings", *Journal of Finance* 52, 1997.
32. Masulis R. «The impact of capital structure change on firm value: Some estimates», *Journal of Finance* 38, 1983.
33. Masulis R. and N. Korwar, "Seasoned Equity Offerings: An empirical investigation", *Journal of Financial Economics* 15, 1986.
34. McNichols, M. and A. Dravid, " Stock Dividends Stock Splits and Dividends", *The Journal of Finance*, 1990.
35. Mickelson W. and M. Parch «Valuation Effects of Security Offerings and the Issuance Process», *Journal of Financial Economics* 15, 1986.
36. Miller M. «Debt and Taxes», *Journal of Finance* 32, 1977.
37. Modigliani F. and Miller M. "Taxes and the Cost of Capital: A correction", *American Economic Review* 53, 1963.
38. Myers S. "The Capital Structure Puzzle", *Journal of Finance* 39, 1984
39. Myers S. and Majluf N. "Corporate Financing and Investment Decisions when Firms have Information tat investors do not have", *Journal of Financial Economics* 13, 1984.
40. Nelson J. «Price Effects in Rights Offerings», *Journal of Finance* 20, 1965.
41. Papaioannou, G. and G. Philipatos, "The Intervening Effect Under Non-syghronous Trading and Price adjustment Lags in the Athens Stock Exchange", *Spoudai*, 32 October – December 1932.

42. Scholes M. «Market for Securities: Substitution versus price pressure and the effects of information on share prices», *Journal of Business* 45, 1972.
43. Slovin M.B., M.E Sushka and C.D. Hudson, «External Monitoring and its effect on seasoned commoned stock offering», *Journal of Accounting Economics* 14, 1990.
44. Stoll, H., and R. Whalley, "Transaction Costs and Small Firm Effect", *Journal of Financial Economics*, 12, 1983.
45. W. Green «Econometric Analysis», Macmillan 1990
46. Woolridge, J.R., "Ex-Date Stock Price Adjustment to Stock Dividends: A Note", *The Journal of Finance*, 38, 1983.
47. Woolridge, J.R., "Stock Dividends as Signals", *Journal of Financial Research* 6, 1983.